



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 6 / 2024



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Quadro generale	3
1    Contesto esterno	9
2    Attività economica	15
3    Prezzi e costi	24
4    Andamenti del mercato finanziario	31
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	37
6    Andamenti della finanza pubblica	43
<b>Riquadri</b>	<b>47</b>
1    Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: andamenti a breve e lungo termine	47
2    Contabilizzare la natura nell'attività economica dell'area dell'euro	53
3    Perché le famiglie dell'area dell'euro rimangono pessimiste e quali sono le implicazioni per i consumi privati?	58
4    Risultati di un'indagine condotta presso le imprese leader sulle tendenze del mercato del lavoro e sull'adozione dell'IA generativa	63
5    Andamenti recenti dei salari e ruolo della componente eccedente i minimi contrattuali	69
6    Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 17 aprile al 23 luglio 2024	75
7    Dinamiche della moneta e del credito nell'area dell'euro e confronto con gli Stati Uniti	81
<b>Articoli</b>	<b>90</b>
1    Sfide passate e future per la concorrenza esterna dell'area dell'euro	90
<b>Riquadro 1</b> L'interscambio di servizi continuerà ad alimentare la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro?	99
<b>Riquadro 2</b> Differenziali di costo dell'energia e competitività dell'area dell'euro	104

2	Impatti economici e finanziari del degrado della natura e della perdita di biodiversità	109
	<b>Riquadro 1</b> Valutazione dei rischi legati alla natura per le istituzioni finanziarie olandesi e francesi	120
	<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Quadro generale

Nella riunione del 12 settembre 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ossia il tasso con il quale orienta la politica monetaria. Il Consiglio direttivo, sulla base di una valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria, ha ritenuto opportuno compiere un ulteriore passo al fine di moderare il grado di restrizione della politica monetaria.

I dati recenti sull'inflazione hanno sostanzialmente rispecchiato le attese, e le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024 confermano le prospettive di inflazione precedenti. Secondo gli esperti della BCE l'inflazione complessiva si collocherebbe, in media, al 2,5 per cento nel 2024, al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026, come riportato nelle proiezioni macroeconomiche elaborate lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema. L'inflazione dovrebbe tornare ad aumentare nell'ultima parte di quest'anno, anche perché i precedenti bruschi ribassi dell'energia cesseranno di rientrare nel calcolo dei tassi sui dodici mesi, per poi scendere verso l'obiettivo del Consiglio direttivo nel corso della seconda metà del prossimo anno. Per quanto riguarda l'inflazione di fondo, le proiezioni per il 2024 e il 2025 sono state riviste lievemente al rialzo, in quanto i rincari dei servizi sono risultati maggiori delle aspettative. Al tempo stesso, gli esperti della BCE continuano ad attendersi un rapido calo dell'inflazione di fondo, che passerebbe dal 2,9 per cento di quest'anno al 2,3 nel 2025 e al 2,0 nel 2026.

L'inflazione interna rimane elevata, sospinta dai salari che continuano a crescere a ritmo sostenuto. Tuttavia, le pressioni dal lato del costo del lavoro si stanno allentando e i profitti stanno parzialmente attenuando l'impatto dell'aumento delle retribuzioni sull'inflazione. Le condizioni di finanziamento rimangono restrittive e l'attività economica si conferma modesta, di riflesso alla debolezza dei consumi e degli investimenti privati. Secondo le proiezioni degli esperti della BCE l'economia crescerebbe a un tasso pari allo 0,8 per cento nel 2024, che salirebbe all'1,3 nel 2025 e all'1,5 nel 2026. Si tratta di una lieve revisione al ribasso rispetto all'esercizio di giugno, principalmente riconducibile a un minore contributo della domanda interna nei prossimi trimestri.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire questo obiettivo. Per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi

di interesse saranno basate sulla sua valutazione circa le prospettive di inflazione, alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

## Attività economica

Nel secondo trimestre l'economia è cresciuta dello 0,2 per cento, dallo 0,3 del primo, in misura minore rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024. L'espansione è stata principalmente determinata dalle esportazioni nette e dalla spesa pubblica. La domanda interna privata ha registrato un indebolimento, a fronte dei minori consumi delle famiglie, della riduzione degli investimenti delle imprese e del calo di quelli nel settore dell'edilizia residenziale. Benché sostenuta dai servizi, la crescita ha risentito del contributo negativo di industria e costruzioni. Gli indicatori basati sulle indagini segnalano che la ripresa continua a essere esposta ad alcune circostanze sfavorevoli.

Il mercato del lavoro seguita a evidenziare una buona tenuta. A luglio il tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente invariato al 6,4 per cento. Al tempo stesso, la crescita dell'occupazione si è ridotta allo 0,2 per cento nel secondo trimestre, dallo 0,3 del primo. I recenti indicatori ricavati dalle indagini segnalano un'ulteriore moderazione della domanda di manodopera e il tasso di posti vacanti è sceso su livelli più prossimi a quelli precedenti la pandemia.

Secondo gli indicatori più recenti la crescita proseguirà nel breve periodo, ma a tassi inferiori rispetto a quelli attesi nelle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024. Il reddito disponibile reale dovrebbe continuare a crescere, sorretto dalla robusta dinamica dei salari. Assieme al graduale aumento della fiducia, ciò sosterrrebbe una ripresa trainata dai consumi. Tuttavia, l'impulso fornito da questi ultimi è in qualche misura più debole di quanto previsto nelle proiezioni di giugno: dati e indagini congiunturali recenti segnalano livelli ancora modesti di fiducia dei consumatori ed elevate intenzioni di risparmio delle famiglie. Anche i dati recenti sugli investimenti delle imprese indicano una più debole dinamica della crescita. La domanda interna sarà tuttavia sorretta dall'esaurirsi degli effetti del passato inasprimento della politica monetaria e dall'ipotesi di un costante allentamento delle condizioni di finanziamento, in linea con le aspettative di mercato circa il profilo futuro dei tassi di interesse. Inoltre, l'aumento della domanda esterna, previsto dalle proiezioni, sostiene le prospettive per le esportazioni dell'area dell'euro. Il mercato del lavoro dovrebbe continuare a evidenziare una buona tenuta, in un contesto in cui ci si attende che il tasso di disoccupazione rimanga su livelli storicamente bassi. Nel periodo considerato la produttività dovrebbe segnare un'accelerazione, al riassorbirsi di alcuni dei fattori ciclici che ne hanno ridotto la crescita nel recente passato. Si prevede che, complessivamente, il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali sia pari allo 0,8 per cento nel 2024 e raggiunga l'1,3 nel 2025 e l'1,5 nel 2026. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso giugno dagli esperti

dell'Eurosistema, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste lievemente verso il basso per ciascun anno dell'orizzonte temporale di riferimento.

Le politiche di bilancio e strutturali dovrebbero essere mirate ad accrescere la produttività e la competitività dell'economia; ciò contribuirebbe a innalzare il potenziale di crescita e a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. La relazione di Mario Draghi sul futuro della competitività europea e quella di Enrico Letta sul rafforzamento del mercato unico sottolineano l'urgente necessità di riforme e forniscono proposte concrete in tal senso. L'attuazione piena, trasparente e tempestiva del nuovo quadro di governance economica dell'UE aiuterà i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL; nel definire i propri piani di medio termine per le politiche di bilancio e strutturali, i governi dovrebbero ora iniziare a procedere risolutamente in questa direzione.

## Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi è scesa al 2,2 per cento ad agosto, dal 2,6 di luglio. I prezzi dell'energia sono diminuiti del 3,0 per cento sui dodici mesi, dopo l'incremento dell'1,2 per cento registrato nel mese precedente. L'inflazione dei beni alimentari è aumentata lievemente, portandosi al 2,4 per cento ad agosto. L'inflazione dei beni e quella dei servizi hanno evidenziato andamenti divergenti: la prima è scesa allo 0,4 per cento dallo 0,7 di luglio, mentre la seconda è salita al 4,2 per cento dal 4,0.

A luglio la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è rimasta sostanzialmente invariata. L'inflazione interna è diminuita solo lievemente, passando al 4,4 per cento dal 4,5 di giugno, in presenza di forti pressioni sui prezzi esercitate soprattutto dai salari. Nella restante parte dell'anno la crescita delle retribuzioni contrattuali si manterrà elevata e variabile, dato il significativo ruolo dei pagamenti una tantum in alcuni paesi e l'andamento sfalsato degli adeguamenti salariali. Allo stesso tempo, l'aumento complessivo del costo del lavoro sta rallentando. Nel secondo trimestre l'espansione del reddito per occupato è ulteriormente scesa, al 4,3 per cento, segnando la quarta flessione consecutiva e, secondo le proiezioni degli esperti della BCE, dovrebbe registrare una nuova marcata contrazione il prossimo anno. Malgrado la debolezza della produttività, il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto in misura meno pronunciata, aumentando del 4,6 per cento nel secondo trimestre, a fronte del 5,2 registrato nel primo. Secondo gli esperti della BCE l'espansione del costo unitario del lavoro dovrebbe continuare a ridursi nell'orizzonte di proiezione, per effetto di una più moderata dinamica salariale e di una ripresa della produttività. Infine, i profitti seguitano a compensare in parte l'impatto inflazionistico del più elevato costo del lavoro.

Il processo di disinflazione dovrebbe essere sostenuto dall'attenuarsi delle pressioni dal lato del costo del lavoro e dalla graduale trasmissione ai prezzi al consumo della passata fase restrittiva della politica monetaria. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano prevalentemente attorno al 2 per cento e,

dopo la riunione del Consiglio direttivo del 18 luglio 2024, anche quelle ricavate dai mercati sono scese in prossimità di tale livello.

Dopo la recente fase di moderazione, l'inflazione complessiva aumenterebbe lievemente nell'ultimo trimestre di quest'anno, secondo le proiezioni, per poi ridursi ulteriormente e portarsi in corrispondenza dell'obiettivo entro la fine del 2025. L'atteso aumento nel breve periodo rispecchia in larga parte effetti base esercitati dalla componente energetica. A medio termine l'inflazione dei beni energetici dovrebbe assestarsi su valori positivi contenuti, in ragione delle aspettative degli operatori di mercato sui corsi delle materie prime energetiche e sui prezzi all'ingrosso e delle previste misure di bilancio connesse al cambiamento climatico. Negli ultimi trimestri l'inflazione dei beni alimentari è notevolmente diminuita, in un contesto in cui le spinte inflazionistiche all'origine si sono allentate per la riduzione dei prezzi dell'energia e delle materie prime alimentari. Ci si attende che l'inflazione degli alimentari non evidenzii alcuna tendenza significativa prima di moderarsi ulteriormente a partire dalla fine del 2025. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe mantenersi al di sopra di quella complessiva per quasi tutto l'orizzonte temporale considerato, pur proseguendo il proprio andamento discendente. Il tasso di incremento dei prezzi nel settore dei servizi è rimasto persistentemente elevato negli ultimi mesi. Tuttavia, ci si aspetta ancora un calo graduale nella parte restante del periodo in esame, a fronte di una moderazione della dinamica salariale e di un'attenuazione delle altre pressioni dal lato dei costi, mentre l'impatto ritardato proveniente dal passato inasprimento della politica monetaria continua a trasmettersi ai prezzi al consumo. Negli ultimi trimestri la crescita dei salari nominali ha rallentato, rispetto agli elevati livelli raggiunti, in misura superiore a quanto previsto nelle precedenti proiezioni. Un'ulteriore graduale moderazione della dinamica salariale si registrerebbe nei prossimi anni, giacché continueranno a ridursi gli effetti al rialzo delle pressioni indotte dalla compensazione dell'inflazione in un mercato del lavoro caratterizzato da condizioni tese. Una ripresa della crescita della produttività sosterebbe l'attenuazione delle pressioni dal lato del costo del lavoro. Inoltre, la crescita dei profitti è notevolmente diminuita e assorbirà in parte la trasmissione del costo del lavoro ai prezzi, specie nel breve periodo. Nell'insieme, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024, l'inflazione complessiva scenderebbe in media d'anno dal 5,4 per cento nel 2023 al 2,5 nel 2024, al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026. Rispetto all'esercizio condotto lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive per l'inflazione complessiva sono rimaste sostanzialmente invariate. Il tasso calcolato al netto dei beni energetici e alimentari è stato lievemente superiore al previsto negli ultimi mesi, determinando modeste revisioni al rialzo per il 2024 e il 2025.

## Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. La minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro, dovuta ad esempio all'indebolimento dell'economia mondiale o all'acuirsi delle tensioni commerciali tra le maggiori economie, graverebbe sull'espansione dell'area. La guerra ingiustificata della Russia

contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente rappresentano significative fonti di rischio geopolitico. Ciò potrebbe indurre una perdita di fiducia riguardo al futuro in famiglie e imprese e produrre interruzioni negli scambi internazionali. L'espansione economica potrebbe inoltre risultare inferiore se gli effetti ritardati dell'inasprimento della politica monetaria si rivelassero più intensi delle attese. Al contrario, l'espansione potrebbe risultare superiore se l'inflazione diminuisse più rapidamente del previsto e se la crescita della fiducia e dei redditi reali comportasse un aumento della spesa maggiore di quanto anticipato, oppure se la crescita dell'economia mondiale fosse più forte delle aspettative.

L'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati di quanto previsto se i salari o i profitti aumentassero più delle attese. Rischi al rialzo per l'inflazione provengono anche dalle accresciute tensioni geopolitiche, che potrebbero indurre un aumento dei prezzi dell'energia e dei costi di trasporto nel breve periodo e causare interruzioni nel commercio mondiale. Inoltre i fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero produrre un aumento dei prezzi dei beni alimentari. Al contrario, l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se la politica monetaria frenasse la domanda più di quanto atteso o nel caso di un deterioramento inaspettato del contesto economico nel resto del mondo.

## Condizioni finanziarie e monetarie

Dalla riunione del Consiglio direttivo del 18 luglio 2024 i tassi di interesse di mercato sono notevolmente diminuiti, soprattutto per effetto di prospettive più sfavorevoli per la crescita mondiale e di minori preoccupazioni riguardo alle spinte inflazionistiche. Le tensioni nei mercati internazionali osservate nel corso dell'estate hanno determinato un temporaneo inasprimento delle condizioni finanziarie nei segmenti più rischiosi.

Nel complesso i costi di finanziamento restano restrittivi, in quanto i passati incrementi dei tassi di riferimento stabiliti dal Consiglio direttivo continuano a esercitare i loro effetti lungo la catena di trasmissione. A luglio i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui ipotecari sono rimasti elevati, rispettivamente al 5,1 e al 3,8 per cento.

La dinamica del credito resta fiacca, in un contesto di debolezza della domanda. A luglio i prestiti bancari alle imprese sono aumentati dello 0,6 per cento sui dodici mesi, registrando una lieve contrazione rispetto a giugno, e la crescita dei prestiti alle famiglie è salita allo 0,5 per cento. Nello stesso mese l'aggregato monetario ampio, misurato da M3, ha segnato un'espansione del 2,3 per cento, valore identico a quello osservato a giugno.

## Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 12 settembre 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ossia il

tasso con il quale orienta la politica monetaria. Inoltre, come annunciato lo scorso 13 marzo a seguito del riesame dell'assetto operativo, il differenziale tra il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato fissato a 15 punti base. Il differenziale tra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sulle operazioni di rifinanziamento principali è rimasto invariato a 25 punti base. Pertanto, il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è stato ridotto al 3,50 per cento. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati abbassati, rispettivamente, al 3,65 e al 3,90 per cento. Le modifiche sono entrate in vigore il 18 settembre 2024.

Il portafoglio del programma di acquisto di attività si sta riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Riguardo al programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), l'Eurosistema ha cessato di reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza, riducendo il portafoglio, in media, di 7,5 miliardi di euro al mese. Il Consiglio direttivo intende terminare i reinvestimenti nel quadro di tale programma alla fine del 2024.

Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire in modo flessibile il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria riconducibili alla pandemia.

A fronte dei rimborsi da parte delle banche degli importi ricevuti nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, il Consiglio direttivo riesaminerà regolarmente il contributo fornito all'orientamento della politica monetaria dalle operazioni mirate e dai relativi rimborsi in atto.

## Conclusioni

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire questo obiettivo. Per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione circa le prospettive di inflazione, alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti di cui dispone nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione ritorni sul suo obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

## Contesto esterno

*La crescita mondiale ha mostrato capacità di tenuta nel secondo trimestre del 2024 e si dovrebbe mantenere stabile nel terzo. Tuttavia, i dati più recenti indicano che il settore manifatturiero sta rallentando, mentre la politica monetaria rimane restrittiva. Tali segnali, unitamente alle elevate tensioni geopolitiche e alla volatilità nei mercati finanziari, suggeriscono che fattori avversi alla crescita potrebbero intensificarsi nel breve periodo. Le prospettive per la crescita e l'inflazione a livello mondiale, rispecchiate nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024, sono sostanzialmente invariate rispetto a quelle formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024. Il commercio internazionale dovrebbe registrare una ripresa nell'anno in corso e successivamente espandersi più in linea con l'attività mondiale. Per il 2024 l'interscambio mondiale è stato rivisto lievemente al rialzo, per riflettere i risultati più positivi del secondo trimestre, ma le prospettive a breve termine incorporate nelle proiezioni di settembre suggeriscono che la forte crescita osservata nel secondo trimestre non sarà duratura. Nell'orizzonte temporale di proiezione, l'inflazione nelle maggiori economie avanzate e in quelle emergenti dovrebbe gradualmente diminuire.*

### **La dinamica della crescita mondiale rimane positiva, ma nel breve periodo i fattori avversi potrebbero intensificarsi.**

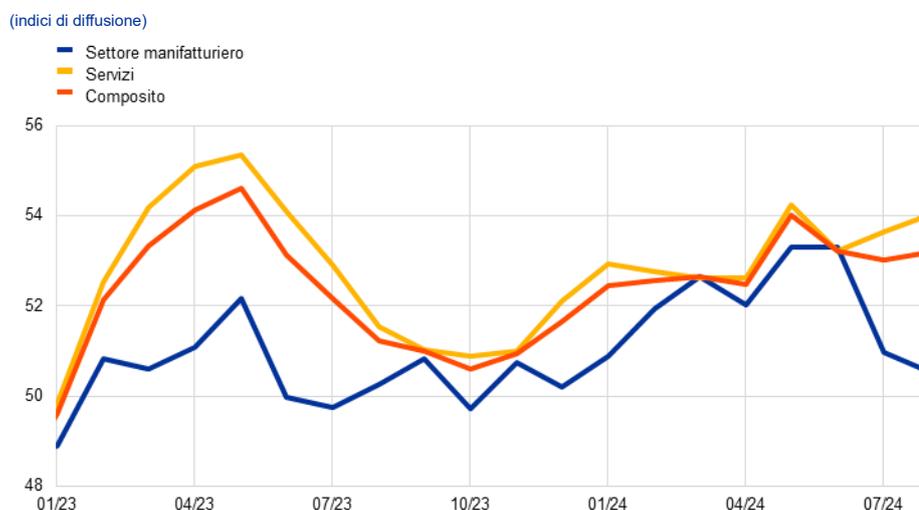
L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è salito a 53,2 ad agosto, dal 53,0 di luglio. Ciò è stato sostenuto da livelli superiori alla media dell'indice del prodotto nel settore dei servizi, mentre il prodotto nel settore manifatturiero è sceso poco al di sopra della soglia neutra (cfr. il grafico 1)<sup>1</sup>. Tale calo ha rispecchiato il pronunciato rallentamento, ad agosto, dell'attività manifatturiera negli Stati Uniti, mentre nello stesso mese in Cina la produzione manifatturiera è aumentata marginalmente, dopo il forte calo del mese precedente. I dati quantitativi e qualitativi più recenti suggeriscono che il ciclo manifatturiero mondiale stia rallentando in un contesto di politiche monetarie ancora restrittive e di una moderazione della crescita salariale. Tali segnali, insieme alle accresciute tensioni geopolitiche e alla recente volatilità nei mercati finanziari internazionali, suggeriscono che, nel breve periodo, fattori sfavorevoli alla crescita mondiale potrebbero intensificarsi. Si stima che il PIL mondiale sia aumentato dello 0,7 per cento nel secondo trimestre, lievemente inferiore all'andamento registrato nel primo trimestre. Ciò nonostante, era ancora in linea con le proiezioni di giugno degli esperti dell'Eurosistema e dovrebbe rimanere stabile nel terzo trimestre.

---

<sup>1</sup> Poiché la presente sezione verte principalmente sugli andamenti del contesto esterno all'area dell'euro, quest'ultima non è inclusa nei riferimenti agli indicatori economici mondiali e/o aggregati a livello internazionale.

## Grafico 1

### PMI mondiale relativo al prodotto



Fonti: S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

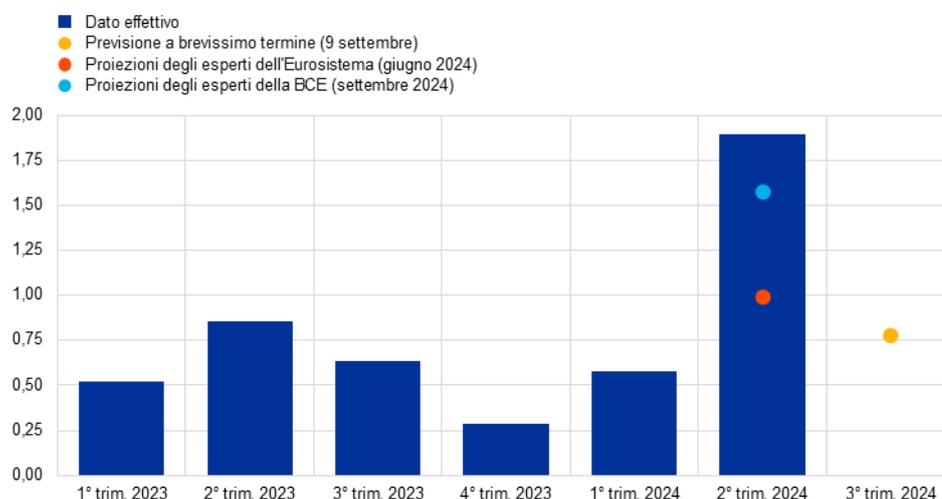
**La crescita mondiale dovrebbe espandersi a un ritmo moderato, sostanzialmente invariato rispetto alle proiezioni di giugno.** Dopo un'espansione del 3,5 per cento nel 2023, il PIL mondiale in termini reali dovrebbe crescere del 3,4 per cento sia nel 2024 sia nel 2025 e del 3,3 per cento nel 2026. Tale lieve rallentamento della crescita nel periodo di riferimento riflette l'impatto del venir meno di circostanze favorevoli alla spesa per consumi in un contesto caratterizzato da un orientamento di politica monetaria ancora restrittivo nei primi anni dell'orizzonte di proiezione, e da accresciute tensioni geopolitiche ed elevata incertezza circa le politiche economiche. Rispetto alle proiezioni di giugno, la crescita del PIL mondiale in termini reali è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali nell'orizzonte di proiezione. Ciò riflette una crescita lievemente più vigorosa nei mercati emergenti nel 2024 e una maggiore crescita dell'economia statunitense nel periodo 2025-2026. Quest'ultima è connessa all'impatto positivo dell'immigrazione netta, più elevato di quanto ipotizzato in precedenza, e all'ipotesi di un'estensione degli sgravi fiscali del 2017 per le famiglie a più basso reddito, elemento presente nelle piattaforme elettorali di entrambi i candidati presidenziali.

**La crescita del commercio mondiale è aumentata notevolmente nel secondo trimestre, in un contesto di anticipazione delle importazioni di beni nelle economie avanzate.** Nel secondo trimestre le importazioni mondiali sono aumentate dell'1,9 per cento sul trimestre precedente, oltre tre volte il ritmo registrato all'inizio di quest'anno e ben al di sopra delle proiezioni di giugno. Questa forte espansione è stata sostenuta dall'anticipazione delle importazioni da Cina e da altri paesi emergenti dell'Asia nelle economie avanzate. I dati mensili sull'interscambio indicano che le imprese hanno ricostituito le scorte per il periodo natalizio con circa sei settimane di anticipo rispetto al solito, probabilmente di riflesso ai timori di nuove strozzature dal lato dell'offerta e alle tensioni commerciali in un contesto di crescenti rischi geopolitici. Sebbene i dati sul commercio mondiale restino intrinsecamente volatili, le proiezioni di settembre suggeriscono che una

crescita così vigorosa non sarà sostenuta nel breve periodo, con il venir meno degli effetti dell'anticipazione<sup>2</sup>. Ciò è in linea con i segnali provenienti dallo strumento di previsione a brevissimo termine della BCE, che incorpora i dati quantitativi e qualitativi sul commercio internazionale (cfr. il grafico 2). Più in particolare, la debolezza degli ordinativi dall'estero, segnalata dalle indagini PMI nonché dalle stime sul fatturato del commercio basate sui movimenti delle navi, segnalano un rallentamento dell'interscambio nel terzo trimestre. Nondimeno, una normalizzazione del ciclo delle scorte e una composizione più favorevole della domanda dovrebbero continuare a sostenere l'andamento dell'interscambio verso la fine dell'anno.

## Grafico 2 Importazioni mondiali

(variazioni percentuali trimestrali)



Fonti: dati nazionali (tramite Haver Analytics) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato mondiale non include l'area dell'euro. La previsione a brevissimo termine si riferisce a un modello fattoriale dinamico basato su 30 variabili mensili che comprendono la produzione industriale, le vendite al dettaglio, il commercio, il mercato del lavoro, le indagini e l'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni per la previsione a brevissimo termine si riferiscono ad agosto 2024.

### Secondo le proiezioni, nell'anno in corso il commercio internazionale dovrebbe recuperare, per poi registrare un'espansione più in linea con l'attività mondiale nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione.

A seguito di un periodo di debole dinamica di crescita, nel contesto del riequilibrio della domanda dai beni ai servizi dopo la pandemia, l'interscambio mondiale ha segnato una ripresa al volgere dell'anno, con l'anticipazione delle importazioni nelle economie avanzate, nel secondo trimestre, che ha rafforzato tale ripresa. Nell'insieme, quest'anno, la crescita delle importazioni globali raggiungerebbe complessivamente il 3,1 per cento, ovvero 0,5 punti percentuali al di sopra delle proiezioni di giugno. Ciò riflette principalmente uno slancio più forte nel secondo trimestre, mentre la crescita sul trimestre precedente nella seconda metà del 2024 dovrebbe rimanere invariata. La crescita delle importazioni mondiali dovrebbe salire al 3,4 per cento nel 2025 e al 3,3 nel 2026.

<sup>2</sup> Se gli acquisti anticipati da parte delle imprese fossero sufficienti a soddisfare la domanda dei consumatori, anche l'interscambio mondiale potrebbe rivelarsi più debole nel breve periodo.

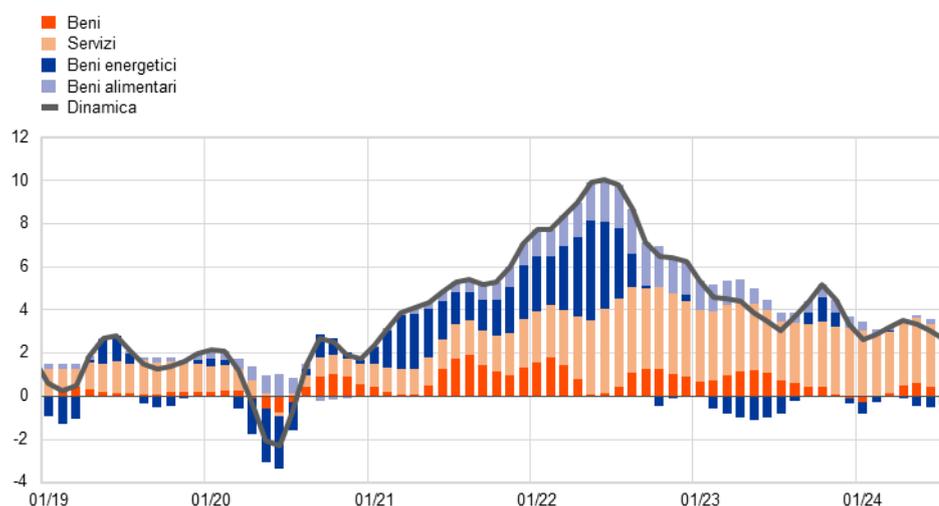
### I dati più recenti indicano una ripresa della disinflazione graduale, nonostante un lieve aumento dell'inflazione a luglio.

Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) a luglio è salita al 3,0 per cento, dal 2,8 di giugno<sup>3</sup>. Anche l'inflazione di fondo (al netto dei beni energetici e alimentari) è aumentata lievemente a luglio, al 3,2 per cento dal 3,1 del mese precedente. La perdita di slancio dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC, come variazione percentuale annualizzata su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, indica che la disinflazione nei paesi dell'OCSE riprenderà nel breve periodo (cfr. il grafico 3), sostenuta dal progressivo raffreddamento dei mercati del lavoro nelle principali economie.

### Grafico 3

#### Dinamica dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

(variazione percentuale annualizzata su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i contributi delle rispettive componenti della dinamica dell'inflazione complessiva nei paesi dell'OCSE riportati nel grafico sono costruiti dal basso verso l'alto utilizzando i dati nazionali disponibili, che nel loro insieme rappresentano l'84 per cento dell'aggregato dell'area OCSE. L'inflazione dei beni è misurata come differenza tra il contributo dei beni totali e i contributi dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2024.

### I corsi petroliferi sono diminuiti dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, mentre quelli del gas in Europa sono aumentati.

Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono diminuite di quasi il 10 per cento rispetto ai livelli osservati in occasione dell'ultima riunione del Consiglio direttivo. Ciò è dovuto a una combinazione di fattori fra cui, dal lato della domanda, il calo delle importazioni di greggio in Cina, che sono scese ai livelli più bassi registrati da anni a causa della debolezza dell'attività economica. Ha contribuito al calo delle quotazioni del greggio anche una propensione al rischio negativa a seguito dell'ondata di vendite sui mercati all'inizio di agosto, mentre le notizie dal lato dell'offerta relative alle tensioni in Medio Oriente e alle interruzioni nei giacimenti libici hanno spinto al rialzo le

<sup>3</sup> La Turchia non è inclusa negli aggregati dell'OCSE per l'inflazione complessiva e per quella di fondo, in quanto il suo livello di inflazione permane su elevati valori a due cifre. Nei paesi membri dell'OCSE, compresa la Turchia, l'inflazione complessiva e quella di fondo misurata sull'IPC a luglio 2024 sarebbero altrimenti pari, rispettivamente, al 5,4 per cento (dal 5,6 di giugno) e al 5,4 per cento (dal 5,9 di giugno).

quotazioni del greggio. I prezzi del gas in Europa sono aumentati del 17,7 per cento in risposta alle preoccupazioni geopolitiche. Tra queste vi sono l'acuirsi delle tensioni in Medio Oriente e l'incursione delle truppe ucraine in territorio russo. Quest'ultima ha suscitato timori da parte degli investitori in merito a potenziali interruzioni dell'approvvigionamento del gas sulla rotta di transito ucraina.

### **Negli Stati Uniti l'attività economica è ancora robusta in un contesto di adeguamento in corso nel mercato del lavoro e di graduale calo dell'inflazione.**

Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,7 per cento nel secondo trimestre, sostenuto dal vigore della domanda interna e delle scorte, che ha più che compensato l'effetto frenante esercitato dal forte incremento delle importazioni. La robusta spesa per consumi ha sostenuto l'attività. Nel breve periodo gli indicatori ad alta frequenza mostrano una crescita sostenuta, seppur in lieve calo, senza segnali di un'imminente recessione. I timori dei mercati di una potenziale recessione si sono accentuati ad agosto dopo la pubblicazione del rapporto sull'occupazione negli Stati Uniti, a luglio, e la successiva volatilità nei mercati finanziari mondiali, che si è da allora attenuata. Sia le previsioni a brevissimo termine formulate dagli esperti della BCE sia quelle pubblicate dalle Federal Reserve Banks regionali indicano una lieve decelerazione della crescita nel terzo trimestre, in linea con gli effetti ritardati della politica monetaria restrittiva della Federal Reserve sull'attività economica. Il mercato del lavoro statunitense ha continuato ad attenuarsi, pur restando complessivamente sano. Ad agosto l'aumento dell'occupazione nel settore non agricolo è stato lievemente inferiore alle attese di mercato e al guadagno medio mensile nei dodici mesi precedenti. Nel contempo, il tasso di disoccupazione è sceso lievemente al 4,2 per cento, mentre il tasso di partecipazione si è mantenuto stabile. Nello stesso periodo l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa lievemente più del previsto, al 2,5 per cento dal 2,9 di luglio. Si è trattato dell'aumento più contenuto dell'inflazione complessiva sui dodici mesi da marzo 2021. Per contro, l'inflazione di fondo sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari al 3,2 per cento ad agosto, invariata rispetto a luglio.

### **L'attività economica sta rallentando in Cina, mentre il nuovo sostegno al settore immobiliare deve ancora stabilizzare il mercato degli immobili residenziali.**

Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è diminuita notevolmente, scendendo allo 0,7 per cento dall'1,5 del primo trimestre, in quanto la contrazione osservata nel settore immobiliare ha frenato la spesa per consumi ed è venuto meno l'impulso derivante da un programma di stimolo risalente alla fine del 2023. I dati di luglio sull'attività sono stati per lo più deboli, nonostante certi segnali positivi in alcuni settori manifatturieri e nelle esportazioni. La crescita delle vendite al dettaglio è stata modesta, mentre la produzione industriale ha subito un ulteriore rallentamento. Inoltre, gli investimenti fissi sono rimasti deboli, poiché quelli immobiliari si sono contratti nonostante gli investimenti relativamente robusti nei settori manifatturiero e delle infrastrutture. Le esportazioni sono rimaste la determinante principale della crescita, sospinte dal calo dei prezzi all'esportazione. La crescita sui dodici mesi delle esportazioni nominali è rimasta vigorosa a luglio, nonostante una flessione superiore alle attese. I produttori cinesi hanno registrato notevoli guadagni in termini di volumi di esportazioni per tutte le principali categorie di prodotti, in quanto il calo dei prezzi all'esportazione ha contribuito alla loro

competitività. Il mercato immobiliare non mostra ancora segnali di aver raggiunto un punto di minimo e pertanto continua a frenare la crescita, mentre il nuovo pacchetto di misure annunciato a metà maggio e le misure adottate in precedenza non hanno ancora prodotto effetti. Date le prospettive di crescita piuttosto deludenti, le autorità cinesi sono sempre più preoccupate per il mancato raggiungimento del loro obiettivo di crescita di “circa 5 per cento” e, il 30 luglio, il Politburo del Partito comunista cinese ha chiesto ulteriori misure politiche a sostegno dei consumi. L’inflazione complessiva misurata sull’IPC della Cina è aumentata lievemente ad agosto, mentre sia l’inflazione di fondo al consumo sia quella dei prezzi alla produzione sono diminuite ulteriormente. Il ristagno della domanda interna, principalmente nei consumi privati e riconducibile agli andamenti sfavorevoli del mercato immobiliare e alla debolezza dei prezzi nel settore industriale, suggerisce che le spinte inflazionistiche rimarranno contenute nell’economia cinese.

**Nel Regno Unito, la crescita del PIL in termini reali è aumentata notevolmente nel secondo trimestre, mentre l’inflazione è salita.** Nel secondo trimestre del 2024 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento, solo lievemente al di sotto dello 0,7 registrato nel primo. Dopo una lieve recessione tecnica lo scorso anno, l’economia britannica ha registrato una ripresa sorprendentemente robusta nella prima metà di quest’anno, trainata dalla domanda interna. Le importazioni, soprattutto dai mercati emergenti, sono cresciute a un ritmo sostenuto, forse per effetto di un’anticipazione che appare evidente anche su scala mondiale. La crescita dovrebbe moderarsi nella seconda metà di quest’anno. Nonostante l’attuale vigore dell’attività, si prevede un calo della crescita a fronte del persistere di politiche monetarie e di bilancio restrittive. Il nuovo governo laburista si è impegnato a rispettare norme di bilancio di lunga data, il che limita la sua capacità di manovra per stimolare la domanda. Dal lato monetario, i tassi reali sono considerevolmente aumentati in un contesto in cui l’inflazione è scesa su livelli prossimi all’obiettivo fissato dalla Bank of England negli ultimi mesi. Nonostante tali circostanze sfavorevoli, emergono alcuni rischi al rialzo derivanti dalla perdurante capacità di tenuta di famiglie e imprese. In un contesto in cui il tasso di risparmio è ancora in crescita e i salari reali sono aumentati, sostenuti dalla robusta crescita delle retribuzioni e da aumenti solo modesti della disoccupazione, le famiglie britanniche potrebbero avere margini di manovra per aumentare la spesa, nonostante l’adozione di politiche restrittive. A luglio l’inflazione complessiva misurata sull’IPC è salita al 2,2 per cento, dal 2,0 di maggio e giugno. Tale aumento era atteso e ha riflesso il venir meno degli effetti base negativi derivanti dai prezzi dei beni energetici. A luglio l’inflazione di fondo misurata sull’IPC (al netto dei beni energetici e alimentari) è scesa al 3,3 per cento, dal 3,5 di giugno, sulla scia di un calo dell’inflazione dei servizi. Tale moderazione dell’inflazione dei servizi è stata superiore alle attese sia dei mercati sia della Bank of England e riflette in parte il graduale venir meno degli effetti di secondo impatto derivanti dagli elevati prezzi dell’energia. Permangono, tuttavia, rischi al rialzo per il processo di disinflazione, dato che quest’anno l’inflazione dei servizi ha mostrato una maggiore staticità rispetto a quanto previsto. A luglio la Bank of England ha avviato un ciclo di allentamento basato sui dati, riducendo il tasso di riferimento dal 5,25 al 5,0 per cento.

## 2 Attività economica

*Nel secondo trimestre l'economia è cresciuta dello 0,2 per cento, dallo 0,3 del primo, in misura minore rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2024. Nel secondo trimestre l'interscambio netto ha fornito un contributo positivo alla crescita, mentre la domanda interna ha subito una contrazione. I dati più recenti segnalano il proseguire, seppure a un ritmo lento, dell'espansione economica nel terzo trimestre del 2024. Nei risultati delle indagini presso le imprese è stato osservato un leggero indebolimento, esacerbato da un peggioramento del clima di fiducia nel mercato del lavoro. Tra i settori, i servizi continuano a trainare la ripresa, grazie al significativo impulso fornito nel terzo trimestre dalle Olimpiadi di Parigi. Contemporaneamente, il comparto industriale continua a mostrare segnali di debolezza, sia in termini di prodotto sia di ordinativi, in un contesto di elevata incertezza. In prospettiva, il PIL in termini reali dovrebbe continuare a riprendersi, per effetto di un ulteriore aumento dei redditi reali, di un rafforzamento della domanda estera e del venire meno degli effetti frenanti della politica monetaria restrittiva. La perdurante espansione del reddito disponibile reale dovrebbe sorreggere i consumi privati, che passerebbero a rappresentare la determinante principale della crescita a partire dalla seconda metà del 2024. La spesa delle famiglie dovrebbe essere inoltre supportata dal mercato del lavoro, che continua a mostrare capacità di tenuta, nonché da un graduale miglioramento del clima di fiducia e dall'incertezza in diminuzione.*

*Tali prospettive si riflettono sostanzialmente nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024, che prevedono una crescita annua del PIL in termini reali dello 0,8 per cento nel 2024, in aumento all'1,3 e all'1,5 per cento, rispettivamente, nel 2025 e nel 2026<sup>4</sup>.*

**Secondo la stima più recente dell'Eurostat, nel secondo trimestre del 2024 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, a fronte di un'espansione pari allo 0,3 nel primo trimestre (cfr. il grafico 4).** L'interscambio netto ha fornito un contributo positivo alla crescita, mentre l'apporto offerto dalla domanda interna è stato negativo e quello delle variazioni delle scorte neutro. L'incremento complessivo del valore aggiunto è riconducibile interamente ai servizi, mentre l'industria e le costruzioni hanno registrato delle flessioni.

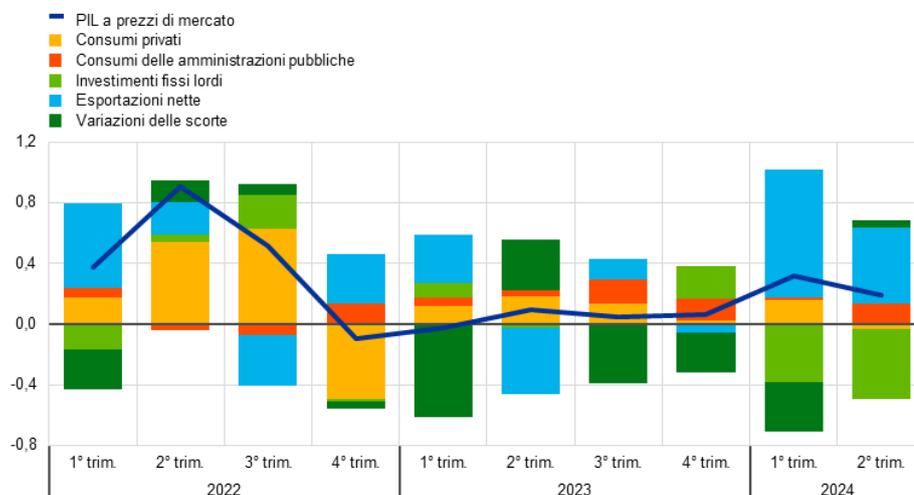
---

<sup>4</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 settembre 2024.

## Grafico 4

### PIL in termini reali e sue componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

### I dati delle indagini segnalano il proseguire, nel terzo trimestre del 2024, dell'espansione trainata dai servizi.

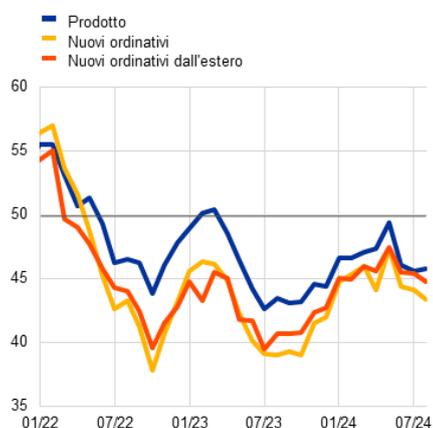
L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato, in media, a 50,6 a luglio e agosto, in calo rispetto a 51,6 nel secondo trimestre del 2024. Pertanto l'indice, che continua a indicare una crescita, sta proseguendo la tendenza al rialzo iniziata a ottobre 2023, malgrado una recente diminuzione. Fra i settori, il PMI relativo al prodotto nel comparto manifatturiero è rimasto al di sotto della soglia compatibile con l'espansione a luglio e agosto, interrompendo la tendenza all'aumento iniziata nell'estate dello scorso anno (cfr. il pannello a) del grafico 5). L'indice dei nuovi ordinativi, che dovrebbe avere carattere maggiormente prospettico, ha mostrato un andamento analogo. Nel complesso, da questi indicatori si evince che in prospettiva la debolezza del settore industriale proseguirà, in un contesto caratterizzato da una modesta domanda di beni e dall'impatto del precedente inasprimento della politica monetaria. I dati del PMI relativi ai servizi, che finora hanno trainato la ripresa dell'attività economica, continuano a segnalare una crescita positiva, sia in termini di attività sia di nuovi ordinativi (cfr. il pannello b) del grafico 5). Tale comparto ha altresì beneficiato dello stimolo della spesa nei servizi ad alto livello di interazione in occasione delle Olimpiadi di Parigi. Secondo gli andamenti del PMI, nel breve termine la recente eterogeneità tra i vari settori verosimilmente permarrà.

## Grafico 5

### Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

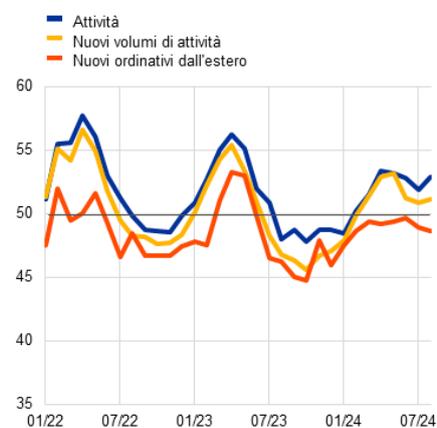
#### a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)



#### b) Settore dei servizi

(indici di diffusione)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

#### Nel secondo trimestre del 2024 la crescita dell'occupazione ha subito un

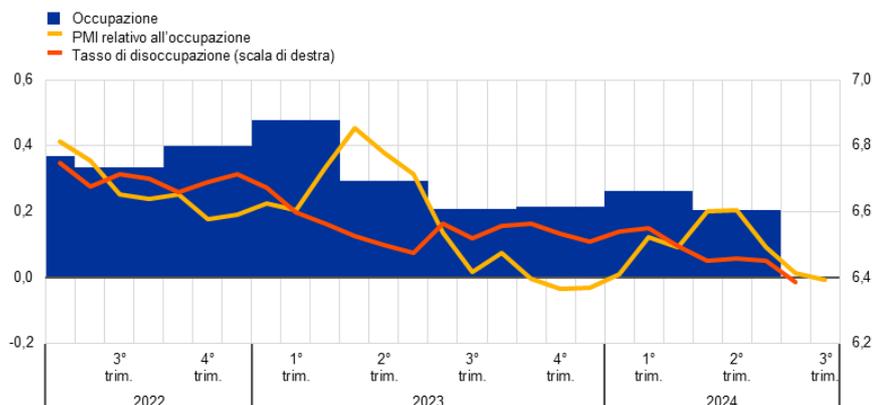
**rallentamento.** Nel secondo trimestre dell'anno in corso l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 6), trainata principalmente dalla persistente crescita delle forze di lavoro, che mostra però segnali di rallentamento. Nello stesso periodo la produttività per occupato e le ore medie lavorate sono rimaste stabili. A luglio il tasso di disoccupazione è diminuito lievemente al 6,4 per cento, dal 6,5 di giugno, in ragione della riduzione del numero di disoccupati e del rallentamento della crescita delle forze di lavoro. La domanda di lavoro ha registrato un lieve calo rispetto ai livelli elevati osservati dopo la pandemia, con una flessione del tasso di posti vacanti al 2,6 per cento nel secondo trimestre, valore inferiore di 0,3 punti percentuali rispetto al trimestre precedente e più prossimo al massimo segnato prima dell'emergenza sanitaria.

## Grafico 6

Occupazione, PMI relativo all'occupazione e tasso di disoccupazione e PMI settoriali relativi all'occupazione nell'area dell'euro

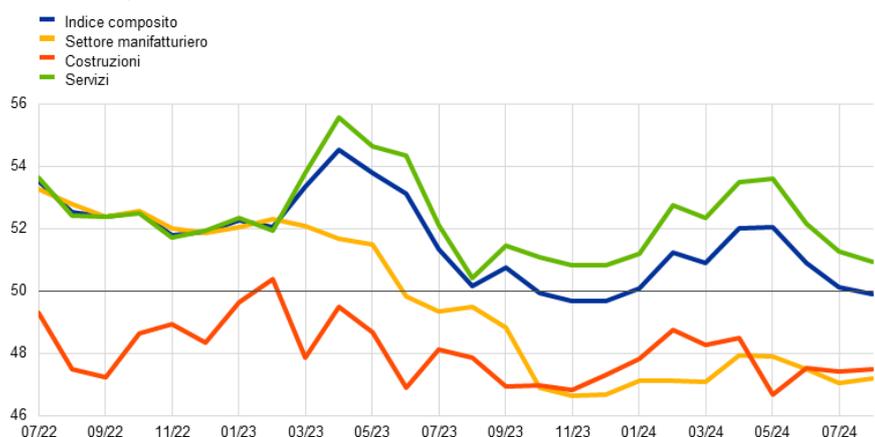
### a) Occupazione, PMI relativo all'occupazione e tasso di disoccupazione

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul trimestre precedente, indice di diffusione; scala di destra: in percentuale delle forze di lavoro)



### b) PMI settoriali relativi all'occupazione

(indici di diffusione)



Fonte: Eurostat, S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10 per misurare la crescita dell'occupazione sul trimestre precedente. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per l'occupazione, ad agosto 2024 per il PMI relativo all'occupazione e a luglio 2024 per il tasso di disoccupazione. Nel pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

**Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro segnalano una crescita solo marginale dell'occupazione nel terzo trimestre del 2024.** Il PMI composito

mensile relativo all'occupazione è rimasto sostanzialmente invariato ad agosto, a 49,9, in lieve calo da 50,1, registrato a luglio, suggerendo un probabile ulteriore rallentamento della crescita dell'occupazione (cfr. il pannello b) del grafico 6). L'indice PMI per il settore dei servizi è diminuito da 51,3 a luglio a 50,9 ad agosto. Di contro, i PMI relativi al settore manifatturiero e a quello delle costruzioni sono aumentati lievemente, pur confermandosi in territorio di contrazione.

**I consumi privati si sono indeboliti nel secondo trimestre del 2024, ma**

**dovrebbero rafforzarsi.** Nel secondo trimestre del 2024 i consumi privati hanno registrato un lieve calo, dopo una crescita debole osservata nella media dei trimestri

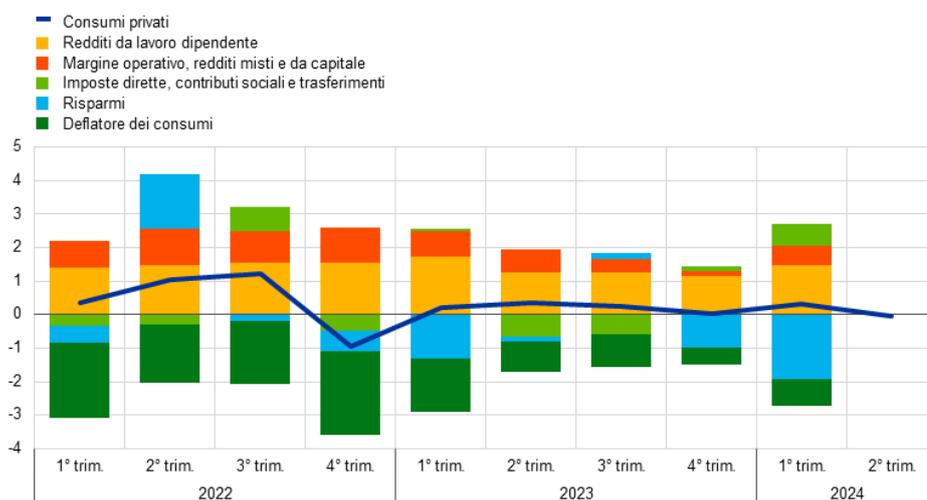
precedenti. Tale profilo di espansione modesto si contrappone al mercato miglioramento del potere d'acquisto delle famiglie a partire dalla fine del 2023, legato al calo dell'inflazione e all'incremento dei redditi sia da lavoro sia non da lavoro (cfr. il pannello a) del grafico 7). Tale aumento reddituale ha sostenuto l'accrescimento dei risparmi delle famiglie, che sembra riflettere altresì le condizioni di finanziamento più restrittive (con tassi di interesse elevati e criteri per la concessione del credito al consumo ancora rigidi), nonché la debole dinamica dell'indebitamento e una minore necessità di ricorrere alle riserve di risparmio, nel contesto di un mercato del lavoro che si mostra resiliente. Inoltre, permane l'incertezza e la fiducia dei consumatori rimane bassa (cfr. il riquadro 3). I dati più recenti ricavati dalle indagini suggeriscono un aumento della spesa delle famiglie nel breve periodo. Ad agosto sono migliorati gli indicatori della Commissione europea relativi alle aspettative espresse dalle imprese sulla domanda di servizi ad alto livello di interazione e sul commercio al dettaglio per i tre mesi successivi. Rispetto alle medie precedenti la pandemia, le aspettative per i servizi sono rimaste superiori, mentre quelle per il commercio al dettaglio vi si sono avvicinate (cfr. il pannello b) del grafico 7). Anche le aspettative dei consumatori circa gli acquisti di importo rilevante per i prossimi dodici mesi, saliti oltre il livello antecedente l'emergenza sanitaria a luglio e rimasti in prossimità di tale livello ad agosto, indicano un rafforzamento della domanda di consumi. Analogamente, secondo l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE, cresce la propensione a effettuare acquisti di importo rilevante nei prossimi dodici mesi e, allo stesso tempo, resta elevata la domanda attesa di servizi turistici.

## Grafico 7

Scomposizione della crescita dei consumi privati e attese relative ai servizi ad alto livello di interazione, al commercio al dettaglio e agli acquisti di importo rilevante

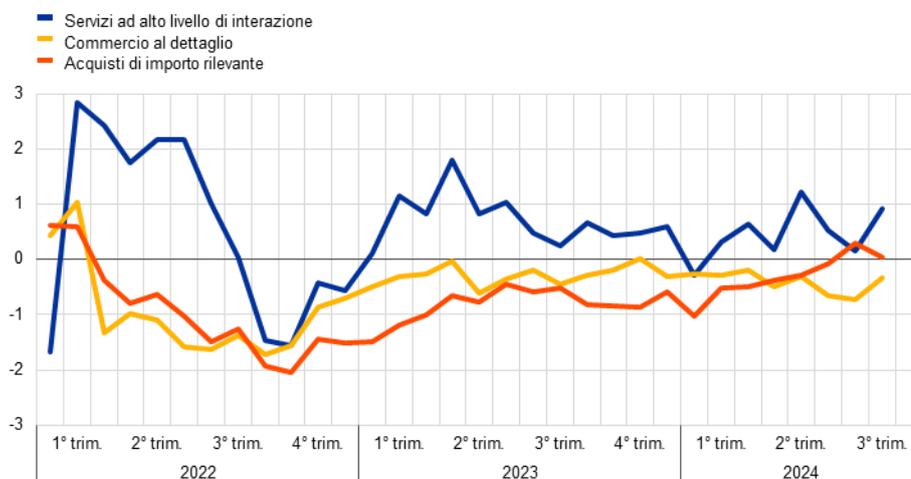
### a) Scomposizione della crescita dei consumi privati

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; contributi in punti percentuali)



### b) Aspettative

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per i consumi privati e al primo trimestre del 2024 per i contributi. Nel pannello b) le aspettative delle imprese relative alla domanda di servizi ad alto livello di interazione e quelle relative al commercio al dettaglio si riferiscono ai tre mesi successivi, mentre le aspettative dei consumatori relative agli acquisti di importo rilevante si riferiscono ai dodici mesi successivi. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la prima serie è standardizzata sul periodo gennaio 2005-2019, mentre le altre due sul periodo 1999-2019; la voce "Servizi ad alto livello di interazione" comprende i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

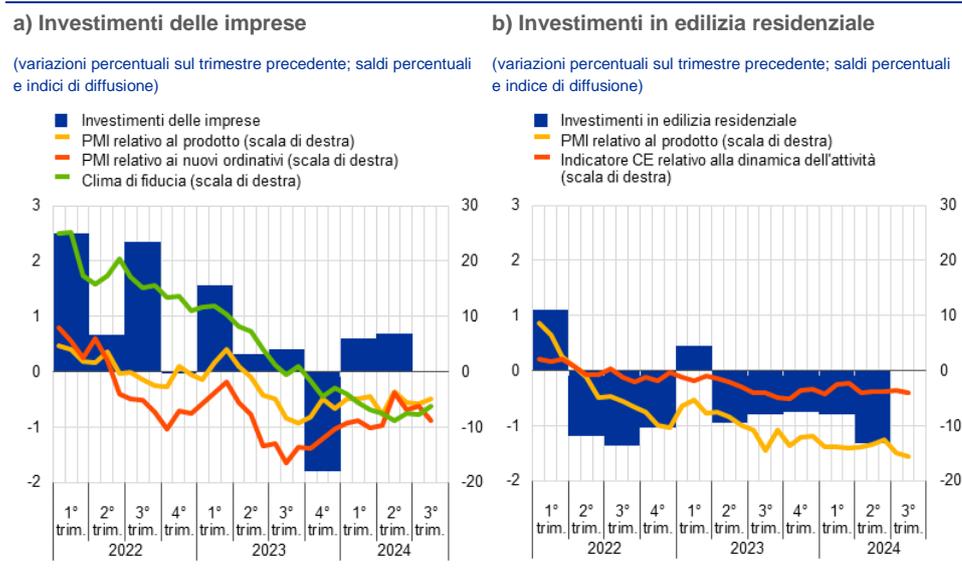
### Nel secondo trimestre del 2024 gli investimenti delle imprese hanno registrato una crescita modesta, che dovrebbe tuttavia rallentare nella seconda metà dell'anno.

Gli investimenti diversi dalle costruzioni nel secondo trimestre del 2024 sono aumentati dello 0,7 per cento al netto delle attività immateriali irlandesi, mentre al lordo di queste ultime sono diminuiti del 3,7. Gli indicatori di breve periodo disponibili fino ad agosto segnalano un ulteriore indebolimento del settore dei beni di investimento nel terzo trimestre (cfr. il pannello a) del grafico 8): il PMI relativo al prodotto è rimasto sostanzialmente stabile quest'anno e l'indicatore del clima di

fiducia elaborato dalla Commissione europea ha segnato un lieve incremento rispetto al basso livello registrato nei mesi recenti. Gli indicatori prospettici per il settore, come il PMI di agosto relativo ai nuovi ordinativi, sono diminuiti. Nel breve periodo gli investimenti dovrebbero essere frenati dalla debolezza della domanda, in un contesto caratterizzato da un minore grado di utilizzo della capacità produttiva e incertezza ancora elevata. Secondo l'indagine pubblicata a luglio dalla Commissione europea per il terzo trimestre del 2024, la domanda sta fornendo meno sostegno alla produzione nel settore dei beni di investimento rispetto al passato. I dati desunti dall'indagine, che rispecchiano il calo dell'utilizzo della capacità produttiva e la percezione che le limitazioni dovute a spazi e attrezzature stiano influenzando la produzione nell'economia in misura sempre minore, indicano anche un'attenuazione dell'immediata esigenza di espandere gli investimenti. I relativi piani potrebbero inoltre essere ritardati dall'elevata incertezza e dai rischi geopolitici. Nel medio periodo gli investimenti delle imprese dovrebbero continuare a crescere, trainati dall'aumento atteso della domanda, dal venire meno dell'impatto delle condizioni di finanziamento restrittive e dalle notevoli esigenze di investimenti verdi e digitali.

## Grafico 8

### Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini



Fonti: Eurostat, Commissione europea (CE), S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Le linee del PMI si riferiscono alle risposte del settore dei beni di investimento. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per gli investimenti delle imprese e ad agosto 2024 per tutte le altre voci. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione dell'andamento dell'attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, in confronto ai tre mesi precedenti, ridefinita per avere la stessa deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per gli investimenti in edilizia residenziale e ad agosto 2024 per il PMI relativo al prodotto e l'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività.

### Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti in misura significativa nel secondo trimestre del 2024 e dovrebbero continuare a ridursi nel breve periodo, sebbene a un ritmo più lento.

Gli investimenti in edilizia residenziale dell'area dell'euro sono diminuiti dell'1,3 per cento nel secondo trimestre del 2024, mentre la produzione nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è diminuita dello 0,2 per cento. Gli indicatori sull'attività desunti dalle

indagini segnalano un ulteriore calo degli investimenti in acquisto di abitazioni nel terzo trimestre del 2024: l'indice PMI per la produzione nell'edilizia residenziale e l'indicatore della Commissione europea per le costruzioni e i lavori specializzati di costruzione relativi agli ultimi tre mesi hanno continuato a evidenziare una contrazione fino ad agosto (cfr. il pannello b) del grafico 8). È tuttavia probabile che il calo degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale rallenti. Secondo l'indagine della Commissione, le intenzioni a breve termine da parte delle famiglie di ristrutturare e di acquistare o costruire un'abitazione sono ulteriormente migliorate nel terzo trimestre del 2024. Nel contempo, l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE mostra che la quota di famiglie che considera l'acquisto di abitazioni un buon investimento ha continuato ad aumentare a luglio, in presenza di aspettative di stabilizzazione dei tassi di interesse. Inoltre, nell'indagine sul credito bancario di luglio le banche hanno dichiarato di attendersi un ulteriore aumento della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni nel terzo trimestre dell'anno in corso. Tutto ciò indica un graduale miglioramento della domanda di immobili residenziali, che in ultima analisi dovrebbe determinare una ripresa degli investimenti in questo settore.

**Nel secondo trimestre del 2024 la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro si è significativamente attenuata.**

Dopo l'aumento osservato nel primo trimestre del 2024, in quello seguente la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro ha subito un rallentamento, portandosi allo 0,1 per cento sul periodo precedente (al netto dell'Irlanda, a causa dell'elevato livello di volatilità dei dati). Tale decelerazione mette in evidenza le sfide in termini di competitività che gli esportatori dell'area stanno affrontando, nonostante la ripresa della domanda internazionale. Per contro, quelle di servizi hanno continuato a sostenere l'andamento complessivo delle esportazioni, trainate dalla solida domanda di viaggi, servizi alle imprese e servizi afferenti alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC). In prospettiva, gli indicatori PMI più recenti per gli ordinativi dall'estero suggeriscono che la dinamica delle esportazioni si confermerà modesta nel breve periodo. Nel contempo la ripresa della crescita delle importazioni, che aveva interessato l'area dell'euro in precedenza, sembra aver perso slancio. Essa ha ristagnato nel secondo trimestre (ed è rimasta nulla al netto dell'Irlanda), in quanto i produttori dell'area hanno ridotto gli acquisti di input in risposta all'indebolimento della domanda. Tale riduzione è da ricondurre in larga misura alla minore quantità di beni esportati. Le esportazioni nette hanno fornito un contributo positivo dello 0,5 per cento al PIL nel secondo trimestre, grazie al miglior andamento delle esportazioni rispetto alle importazioni. Tuttavia, la stabilizzazione dei prezzi all'importazione ha determinato una fase di stallo nel miglioramento delle ragioni di scambio.

**Nel medio termine ci si attende che la ripresa dell'economia dell'area dell'euro prosegua, principalmente sulla scorta del consolidamento dei consumi privati.**

In prospettiva, il PIL in termini reali dovrebbe riprendersi, per effetto di un ulteriore aumento dei redditi reali, di un rafforzamento della domanda estera e del venir meno degli effetti frenanti della politica monetaria restrittiva. La perdurante espansione del reddito disponibile reale dovrebbe sorreggere i consumi privati, che passerebbero a rappresentare la determinante principale della crescita a partire dalla seconda metà

del 2024. La spesa delle famiglie dovrebbe essere supportata altresì dal mercato del lavoro, che mostra capacità di tenuta, nonché da un graduale miglioramento del clima di fiducia e dalla minore incertezza. Secondo le proiezioni, gli investimenti delle imprese dovrebbero migliorare successivamente, per lo più a causa dell'attenuarsi del freno, pur sempre presente, esercitato dal passato inasprimento della politica monetaria, nonché grazie al sostegno della domanda, sia interna sia estera.

**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari allo 0,8 per cento nel 2024, all'1,3 nel 2025 e all'1,5 nel 2026.** Si tratta di una lieve revisione al ribasso rispetto all'esercizio di giugno (-0,1 punti percentuali per tutti gli anni), dovuta principalmente al minore contributo della domanda interna nei prossimi trimestri.

### 3 Prezzi e costi

*L'inflazione complessiva nell'area dell'euro è scesa al 2,2 per cento ad agosto 2024, dal 2,6 di luglio, principalmente per effetto di un calo dell'inflazione della componente energetica. A luglio, la maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è rimasta sostanzialmente invariata, con forti pressioni sui prezzi derivanti in particolare dai salari. Tuttavia, il tasso di crescita del costo del lavoro sta complessivamente rallentando e i profitti stanno parzialmente attenuando l'impatto sull'inflazione delle pressioni ancora elevate sul costo del lavoro. Ciò contribuisce alla disinflazione in atto. Nel periodo in esame, le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente stabili, collocandosi prevalentemente intorno al 2 per cento, e le misure ricavate dai mercati sono diminuite avvicinandosi a quel livello. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE, l'inflazione complessiva diminuirà gradualmente: dal 2,5 per cento nel 2024 al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026<sup>5</sup>.*

**Ad agosto 2024 l'inflazione complessiva misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro è scesa al 2,2 per cento, dal 2,6 di luglio (cfr. il grafico 9)<sup>6</sup>.** Tale calo è riconducibile ai minori tassi di inflazione dei beni energetici e dei beni industriali non energetici, che hanno ampiamente compensato i più elevati tassi di inflazione dei beni alimentari e dei servizi. Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'inflazione dei beni energetici è diminuito considerevolmente, dall'1,2 per cento di luglio 2024 al -3,0 di agosto. Tale calo riflette un effetto base al ribasso, dovuto a un incremento significativo dei prezzi dell'energia osservato ad agosto 2023. L'inflazione dei beni alimentari è lievemente salita al 2,4 per cento ad agosto 2024, dal 2,3 di luglio, di riflesso a un più elevato tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è rimasto invariato. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è scesa al 2,8 per cento ad agosto, dopo essersi collocata al 2,9 a luglio, a causa di una flessione dell'inflazione dei beni industriali non energetici (0,4 per cento ad agosto, in calo dallo 0,7 di luglio), compensando di conseguenza l'aumento dell'inflazione dei servizi (dal 4,0 per cento di luglio al 4,2 ad agosto). Nel contempo, i tassi di crescita, ampiamente normalizzati, dei beni industriali non energetici riflettono l'attenuarsi delle precedenti pressioni sui prezzi, mentre la dinamica più persistente dell'inflazione dei servizi è legata al maggior ruolo del costo del lavoro in alcune delle sue voci e a ritardi nella ridefinizione dei prezzi di altre.

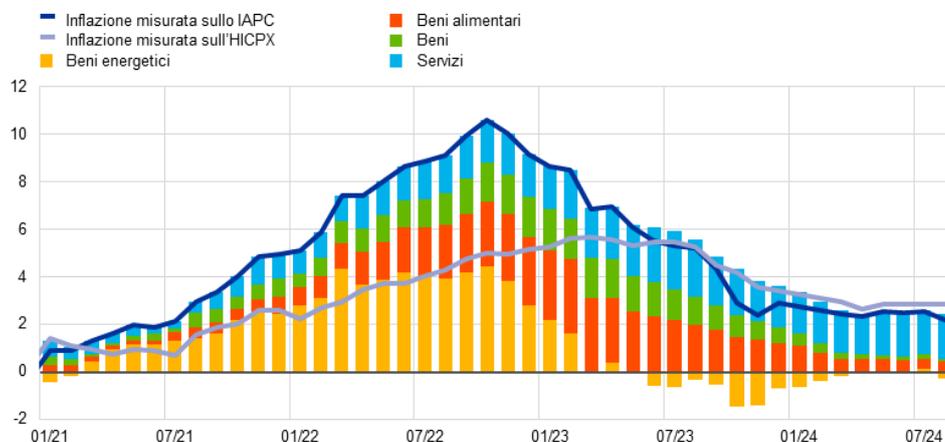
<sup>5</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 settembre 2024.

<sup>6</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati all'11 settembre 2024. I dati sull'inflazione misurata sullo IAPC pubblicati il 18 settembre 2024 (stima completa) confermano che l'inflazione di fondo si è attestata al 2,2 per cento ad agosto 2024. Tuttavia, l'inflazione dei beni alimentari è rimasta invariata al 2,3 per cento ad agosto (come a luglio), mentre quella dei servizi è aumentata dal 4,0 per cento di luglio al 4,1 di agosto.

## Grafico 9

### Inflazione complessiva e sue principali componenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Beni" si riferisce ai beni industriali non energetici. Le osservazioni più recenti si riferiscono ad agosto 2024 (stima preliminare).

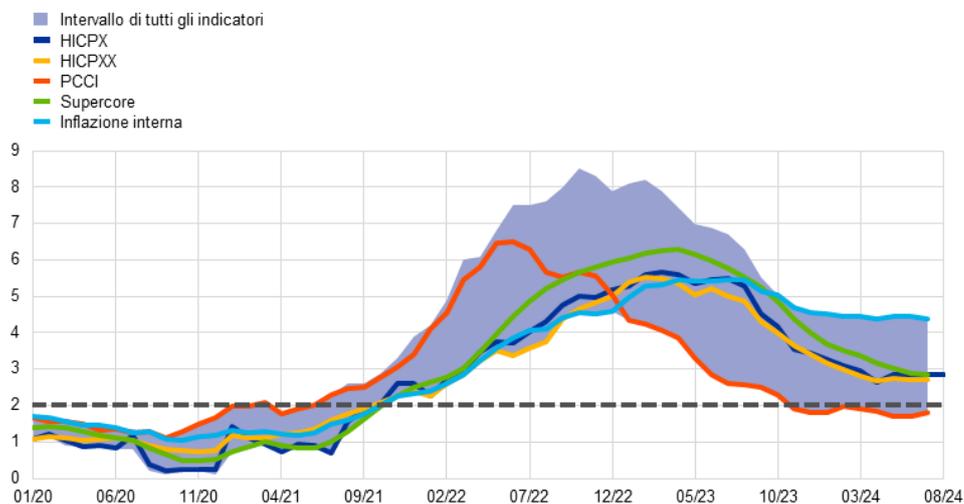
#### **A luglio la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo è rimasta stabile, pur collocandosi a livelli diversi (cfr. il grafico 10).**

A luglio 2024 (ultimi dati disponibili) i valori degli indicatori hanno oscillato in un intervallo compreso tra l'1,8 e il 4,4 per cento. L'indicatore PCCI (Persistent and Common Component of Inflation) è costruito per rilevare la componente comune dell'inflazione in una serie completa di variazioni dei prezzi ed è attualmente l'indicatore migliore per calcolare l'inflazione a medio termine nel periodo successivo alla pandemia. La PCCI si colloca all'estremità inferiore di tale intervallo, mentre l'indicatore dell'inflazione interna (al netto delle voci dello IAPC con un elevato contenuto di importazioni) si colloca all'estremità superiore. L'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico e che si è collocato al 2,9 per cento a luglio, è rimasto invariato rispetto al mese precedente. A luglio, anche l'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è rimasta invariata, al 2,7 per cento, mentre l'indicatore PCCI è lievemente aumentato all'1,8 per cento dall'1,7 di giugno. L'indicatore dell'inflazione interna, pur mantenendosi a un livello elevato e persistente, ha registrato una leggera flessione a luglio, collocandosi al 4,4 per cento, di riflesso al forte peso di voci dei servizi quali le assicurazioni o i servizi ricreativi e ricettivi.

## Grafico 10

### Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo comprende lo IAPC al netto dei beni energetici, lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, l'HICPX, l'HICPXX, l'inflazione interna, le medie troncate del 10 e del 30 per cento, il PCCI, l'indicatore Supercore e una mediana ponderata. Il grafico mostra solo gli indicatori selezionati. La linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento nel medio periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024 (stima preliminare) per l'HICPX e a luglio 2024 per gli altri indicatori.

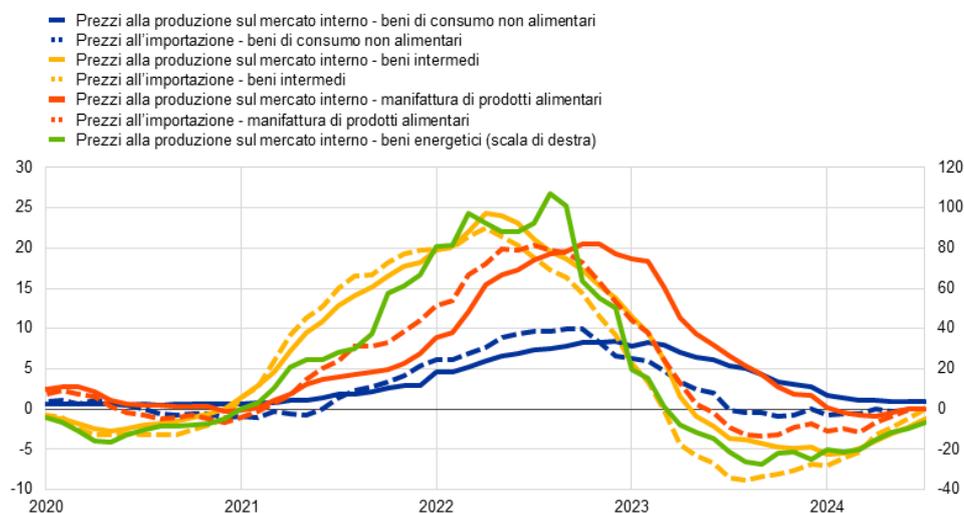
### Le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute, pur mostrando ora segnali di aumento dai livelli bassi (cfr. il grafico 11).

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione dei beni energetici, negativa da marzo 2023, è salita al -6,9 per cento a luglio 2024, dal -9,6 di giugno. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è rimasto negativo, seppure in misura minore rispetto al mese precedente (-1,2 per cento a luglio, dal -2,3 di giugno). A luglio il corrispondente tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione è stato nullo, dopo essersi collocato al -1,3 per cento a giugno. Nelle fasi successive della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è rimasta invariata allo 0,9 per cento a luglio. Un andamento analogo si è osservato nella manifattura di prodotti alimentari, che si è mantenuta sullo 0,1 per cento. A luglio le pressioni sui prezzi all'importazione dei beni di consumo sono aumentate, riflettendo in parte il fatto che, dopo un precedente aumento, il tasso di variazione sui dodici mesi del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è divenuto sostanzialmente neutro. Nel complesso, le spinte inflazionistiche si sono sostanzialmente stabilizzate e mostrano ora segnali di aumento dai livelli bassi, indicando il venir meno dell'allentamento delle pressioni sui prezzi a seguito dei precedenti shock sui costi.

## Grafico 11

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024 per i prezzi all'importazione di beni di consumo non alimentari e per i prezzi all'importazione per la manifattura di prodotti alimentari e a luglio 2024 per gli altri indicatori.

**Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono ulteriormente diminuite nel secondo trimestre del 2024, pur mantenendosi nel complesso elevate (cfr. il grafico 12).** Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è sceso al 3,0 per cento nel secondo trimestre del 2024, dal 3,6 del trimestre precedente. Il calo riflette contributi più contenuti provenienti da tutte le principali componenti, tuttavia, l'impatto al ribasso più forte è da attribuire al costo del lavoro per unità di prodotto. L'impatto ridotto di tale componente è stato determinato da un calo della crescita salariale, misurata in termini di reddito per occupato, che è scesa dal 4,8 per cento del primo trimestre del 2024 al 4,3 nel secondo trimestre. Analogamente, la crescita salariale misurata in termini di redditi per ora lavorata è scesa al 4,2 per cento nel secondo trimestre, dal 5,0 del primo. Nel secondo trimestre del 2024 la crescita delle retribuzioni contrattuali è scesa al 3,5 per cento dal 4,7 del primo trimestre; tuttavia, i dati relativi agli ultimi accordi salariali, ricavati dagli indici prospettici delle retribuzioni elaborati dalla BCE, indicano una crescita più vigorosa delle retribuzioni contrattuali nel terzo trimestre del 2024<sup>7</sup>. Nel complesso, tuttavia, le più recenti dinamiche salariali indicano un ruolo più contenuto della compensazione per l'elevata inflazione passata e la corrispondente ripresa dei salari reali<sup>8</sup>. La crescita sui dodici mesi del reddito per occupato dovrebbe collocarsi, in media, al 4,5 per cento nel 2024 e dovrebbe continuare a moderarsi nell'orizzonte temporale di proiezione, pur mantenendosi superiore ai livelli storici a causa delle condizioni ancora tese nei mercati del lavoro e della rimanente compensazione per l'inflazione.

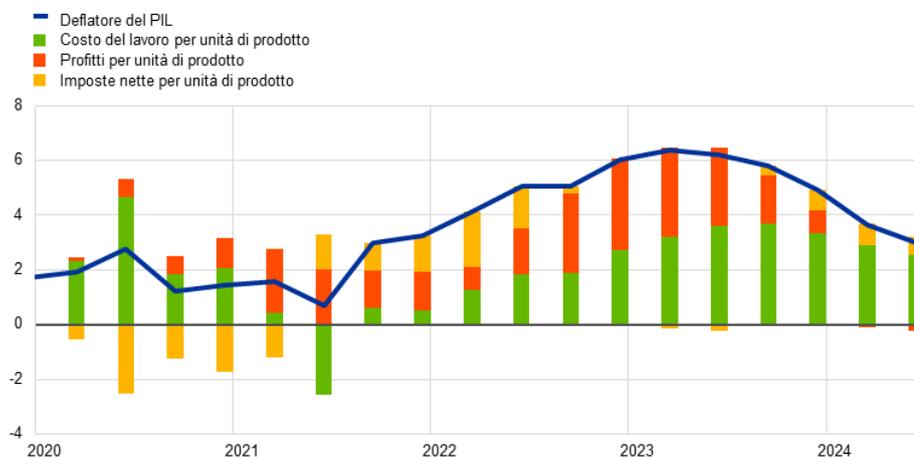
<sup>7</sup> Cfr. Górnicka e Koester (a cura di), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 338, BCE, febbraio 2024.

<sup>8</sup> Cfr. il riquadro 5 *Andamenti recenti dei salari e ruolo della componente eccedente i minimi contrattuali* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 12

### Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024. Il reddito per occupato apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo.

**Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunti dalle indagini sono rimasti sostanzialmente invariati, collocandosi prevalentemente intorno al 2 per cento, e le misure ricavate dai mercati sono diminuite avvicinandosi a quel livello durante il periodo in esame (cfr. il grafico 13).**

Sia secondo l'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il terzo trimestre del 2024, sia nell'edizione di settembre 2024 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts) la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2029) si è collocata al 2,0 per cento. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) nel segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti sono scese di circa 27 punti base, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2,1 per cento circa. Nel contempo, va osservato che tali misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, giacché includono premi per il rischio di inflazione. Le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano che gli operatori di mercato continuano ad attendersi che l'inflazione si collochi intorno al 2 per cento nel più lungo periodo.

Anche le misure ricavate dai mercati dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro hanno subito un calo significativo, suggerendo che gli investitori si attendono che l'inflazione diminuisca ulteriormente e si collochi intorno al 2 per cento nella parte restante dell'anno in corso, per poi attestarsi al di sotto di tale livello nell'anno successivo. Le revisioni delle aspettative degli operatori di mercato sono in parte riconducibili al calo dei prezzi dell'energia a livello mondiale, in particolare dei corsi petroliferi, ma anche ai timori per la crescita economica negli Stati Uniti. In particolare, nel periodo in esame il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale è diminuito di 47 punti base e si colloca attualmente all'1,7 per cento. Dal lato dei consumatori, le aspettative di inflazione

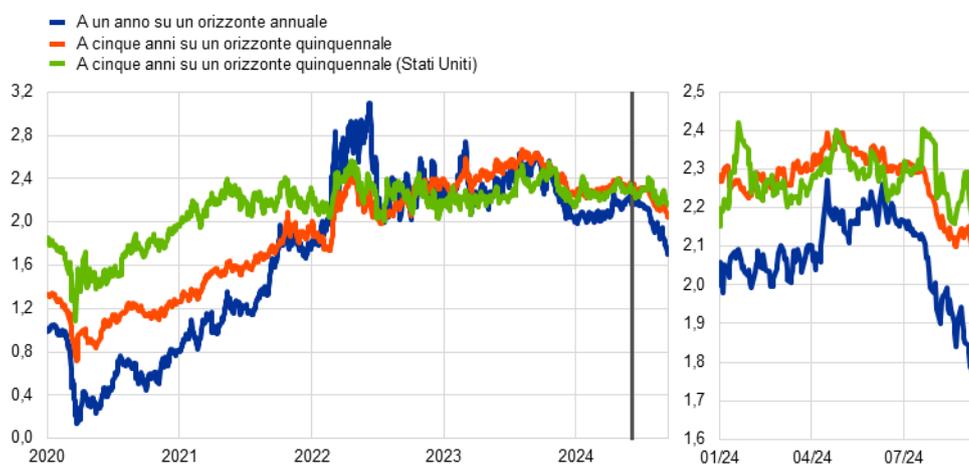
sembrano essersi stabilizzate negli ultimi mesi. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE a luglio 2024, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nell'anno successivo sono rimaste invariate al 2,8 per cento (per il terzo mese consecutivo), mentre le aspettative di inflazione su un orizzonte di tre anni sono aumentate al 2,4 per cento, dal 2,3 di giugno. A luglio 2024 le percezioni relative all'inflazione passata sono diminuite, pur rimanendo al di sopra delle aspettative di inflazione sugli orizzonti a uno e tre anni.

### Grafico 13

Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati e aspettative di inflazione dei consumatori

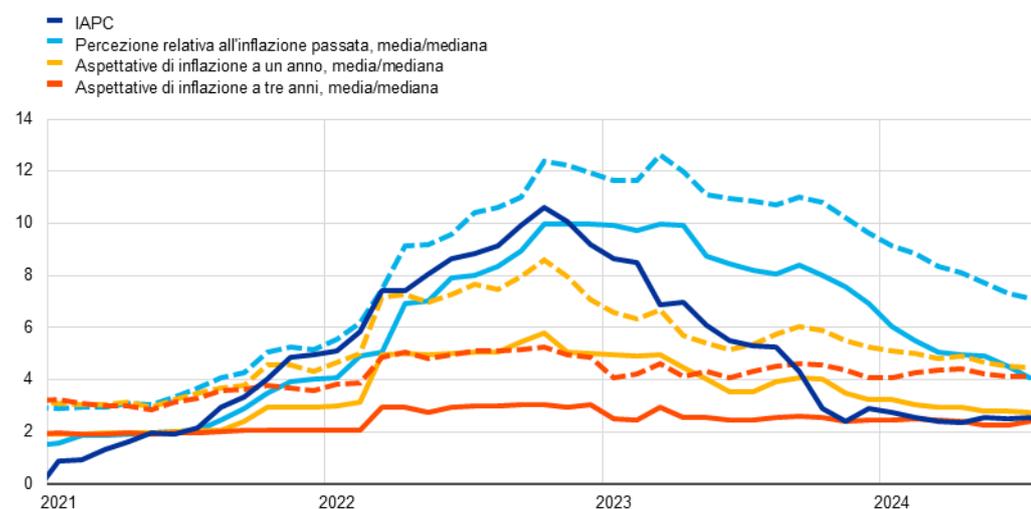
#### a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



#### b) Inflazione complessiva e indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES ed elaborazioni della BCE.

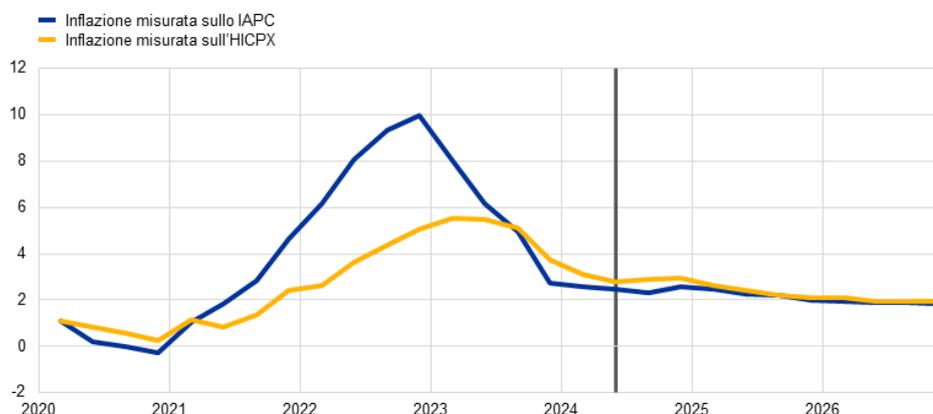
Note: il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro e il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale per gli Stati Uniti. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2024). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 settembre 2024 per i tassi a termine, ad agosto 2024 (stima preliminare) per lo IAPC e a luglio 2024 per le altre misure.

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE l'inflazione complessiva si collocherà, in media, al 2,5 per cento nel 2024, per poi scendere ulteriormente al 2,2 nel 2025 e all'1,9 nel 2026 (cfr. il grafico 14).** L'inflazione complessiva dovrebbe lievemente aumentare nell'ultimo trimestre del 2024, soprattutto a causa degli effetti base relativi ai prezzi dell'energia, per poi mantenere un andamento discendente. Il calo complessivo osservato nel 2024 riflette il progressivo venir meno delle pressioni inflazionistiche, nonché l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria. Nei prossimi anni dovrebbe registrarsi un'ulteriore graduale moderazione, in un contesto in cui continuano ad attenuarsi gli effetti al rialzo esercitati dalla crescita salariale e dalle pressioni indotte dalla compensazione dell'inflazione in un mercato del lavoro caratterizzato da condizioni tese. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, le prospettive per l'inflazione complessiva sono rimaste invariate. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) le proiezioni per il 2024 e per il 2025 sono state riviste leggermente al rialzo, di 0,1 punti percentuali, rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, a causa di un'inflazione dei servizi più elevata del previsto. Allo stesso tempo, gli esperti della BCE continuano ad attendersi una rapida riduzione dell'inflazione di fondo, che passerebbe dal 2,9 per cento del 2024 al 2,3 nel 2025 e al 2,0 nel 2026.

#### Grafico 14

##### Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC e sull'HICPX

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024*.

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2026 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE sono state ultimate il 29 agosto 2024 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 16 agosto 2024. Le serie storiche e i dati effettivi dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

*Nel periodo in esame, compreso tra il 6 giugno e l'11 settembre 2024, una rivalutazione generalizzata delle prospettive per la crescita economica e l'inflazione ha spinto al ribasso i tassi di interesse privi di rischio nella gran parte delle economie avanzate. Nell'area dell'euro i tassi a termine sono diminuiti su tutte le scadenze con la previsione, da parte degli operatori di mercato, di riduzioni cumulate dei tassi di riferimento più rapide e pronunciate. In particolare, alla fine del periodo in esame, i tassi a termine hanno comportato circa 60 punti base di riduzioni cumulate dei tassi di interesse entro la fine dell'anno, con una riduzione di 25 punti base, incorporata dai mercati per intero, a seguito della riunione del Consiglio direttivo di settembre. Anche i tassi di interesse nominali privi di rischio a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti, riflettendo principalmente il calo della compensazione dell'inflazione, nonché una concomitante riduzione dei tassi reali a lungo termine. Hanno registrato, inoltre, una diminuzione i rendimenti dei titoli di Stato, sebbene in misura minore rispetto ai tassi privi di rischio, con una certa volatilità in concomitanza delle elezioni straordinarie in Francia e dell'ondata di vendite sui mercati azionari mondiali agli inizi di agosto. Nello stesso periodo le quotazioni delle attività rischiose hanno registrato una notevole volatilità. Agli inizi di agosto le quotazioni azionarie hanno segnato ribassi significativi, in un contesto di minore propensione al rischio e di dati macroeconomici mondiali deboli. Nonostante il recupero di gran parte del terreno perduto agli inizi di agosto, i corsi azionari delle società dell'area dell'euro si collocano ancora al di sotto dei livelli registrati a giugno, a causa della revisione al ribasso delle aspettative sugli utili e dell'aumento dei premi per il rischio. Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente apprezzato nei confronti del dollaro statunitense, ma è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.*

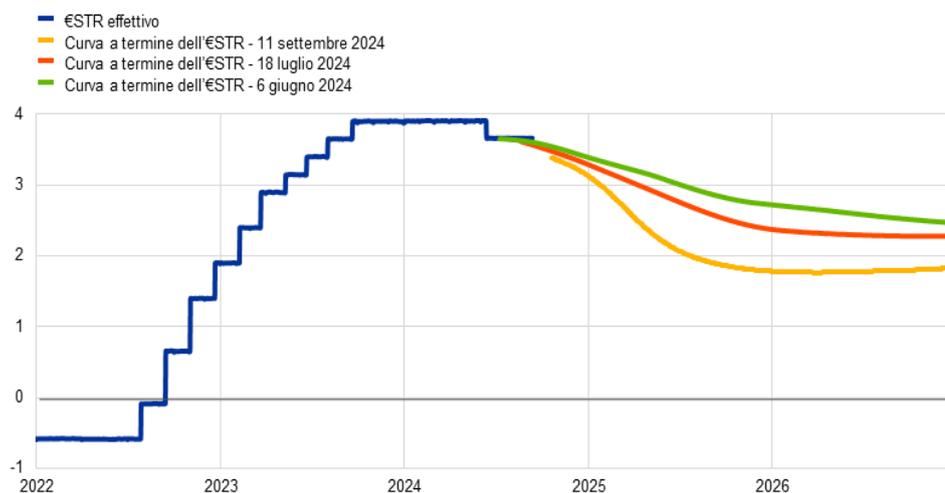
**La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) si è spostata verso il basso dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno, in quanto gli operatori di mercato si attendono riduzioni dei tassi di riferimento più rapide e pronunciate (cfr. il grafico 15).** Nel periodo in esame il tasso di riferimento a breve termine in euro (€STR) si è collocato in media al 3,7 per cento in seguito alla decisione, ampiamente anticipata, del Consiglio direttivo nella riunione di giugno di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Tra il 6 giugno e l'11 settembre la liquidità in eccesso è diminuita di circa 130 miliardi, portandosi a 3.072 miliardi di euro. Ciò ha rispecchiato principalmente i rimborsi di giugno dei fondi presi in prestito nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e la riduzione dei portafogli dei titoli detenuti per finalità di politica monetaria, giacché l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA), mentre tale reinvestimento è attuato solo parzialmente nel portafoglio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP). Dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno la curva a termine del tasso OIS basato sull'€STR si è spostata verso il basso, in un contesto caratterizzato da significativi cali delle misure di compensazione dell'inflazione basate sui mercati e da dati macroeconomici deboli a livello mondiale rivenerenti dalle pubblicazioni. Tale curva incorpora integralmente una riduzione di 25 punti base dei tassi a seguito della riunione del Consiglio direttivo di settembre.

Nel complesso, la curva dei tassi a termine è passata dal prezzare circa 35 punti base di riduzioni cumulate dei tassi di interesse nel corso del 2024 (6 giugno) a un'incorporazione di circa 60 punti base di riduzioni cumulate (11 settembre).

### Grafico 15

#### Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

**Dopo la riunione del Consiglio direttivo di giugno anche i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti, sebbene in misura minore rispetto ai corrispondenti tassi statunitensi (cfr. il grafico 16).** Il tasso OIS a

dieci anni in euro è diminuito di 41 punti base, chiudendo, nel periodo in esame, al 2,2 per cento circa. Tale diminuzione dei tassi nominali privi di rischio a lungo termine ha rispecchiato il calo della componente dell'inflazione, dovuto in parte alla pubblicazione dei dati macroeconomici dell'area dell'euro e ai rischi globali elevati, pur essendo principalmente riconducibile ai dati statunitensi, che hanno comportato diminuzioni dei tassi di interesse a lungo termine statunitensi persino maggiori. In particolare, durante il periodo in esame, i tassi a lungo termine privi di rischio statunitensi hanno registrato oscillazioni più significative e sono diminuiti in misura più marcata, specialmente nei giorni di pubblicazione dei dati macroeconomici. In particolare, il rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni è diminuito di 63 punti base, collocandosi al 3,7 per cento. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi a lungo termine privi di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è ridotto di circa 20 punti base. Il rendimento dei titoli di Stato decennali del Regno Unito è sceso al 3,8 per cento, con una diminuzione di 42 punti base.

## Grafico 16

### Rendimenti dei titoli di Stato decennali e tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

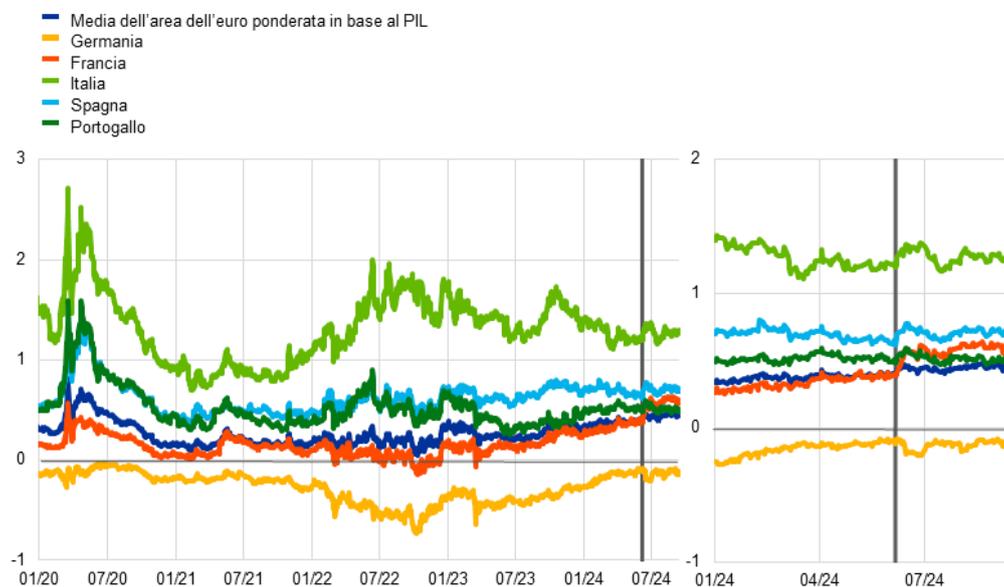
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 settembre 2024.

**Anche i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono diminuiti, sebbene in misura minore rispetto ai tassi privi di rischio, determinando un lieve ampliamento dei differenziali (cfr. il grafico 17).** Alla fine del periodo in esame, il rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato in base al PIL è stato inferiore di circa 37 punti base, collocandosi a circa il 2,7 per cento, determinando un aumento di 4 punti base del suo differenziale rispetto al tasso OIS basato sull'€STR. Aumenti di maggiore rilievo sono stati osservati per il differenziale tra i titoli di Stato decennali francesi e il rendimento dei tassi OIS a dieci anni, che si è notevolmente ampliato in seguito all'annuncio del 9 giugno delle elezioni parlamentari straordinarie in Francia, per poi tornare a ridursi lievemente in seguito. Nel complesso, nel periodo in esame il differenziale dei titoli sovrani francesi si è ampliato di 17 punti base. Un ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato è stato osservato anche in Grecia, Spagna, Italia e Portogallo, in particolare in prossimità delle elezioni francesi straordinarie e dell'ondata di vendite sui mercati azionari a livello mondiale agli inizi di agosto. Tuttavia, alla fine del periodo in esame, ad eccezione della Francia, i differenziali di rendimento dei titoli sovrani dell'area dell'euro sono sostanzialmente tornati sui livelli osservati all'inizio del periodo.

### Grafico 17

Differenziali tra i rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e il tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR

(in punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 settembre 2024.

**I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono aumentati lievemente per le società di qualità elevata (investment grade) e si sono ampliati significativamente per quelle ad alto rendimento (high-yield).** Alla fine del periodo in esame i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie investment grade hanno oscillato moderatamente, collocandosi a un livello superiore di 14 punti base. Per contro, i differenziali nel segmento high-yield si sono ampliati di 57 punti base per effetto degli andamenti dei differenziali sulle obbligazioni delle società finanziarie e non finanziarie (SNF), che sono aumentati rispettivamente di 33 e 64 punti base.

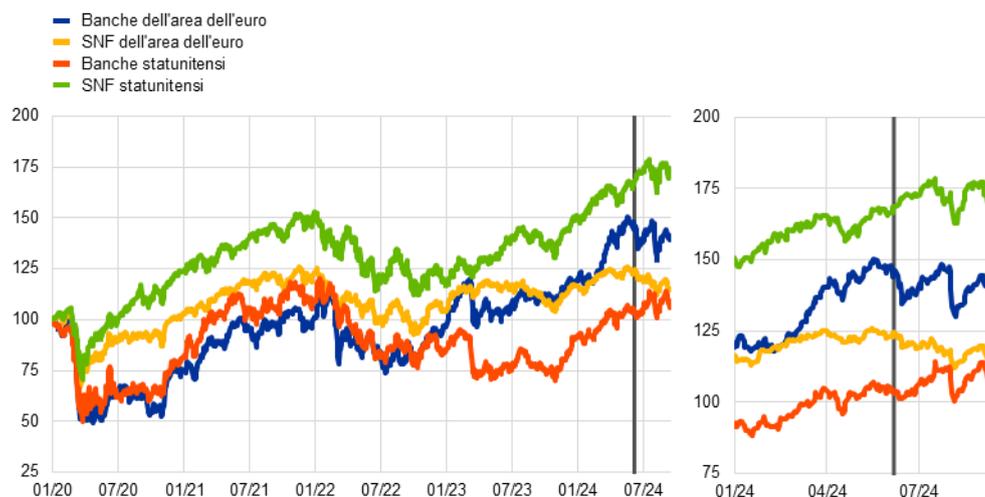
**Nonostante la parziale ripresa dalle perdite significative registrate all'inizio di agosto, nel periodo in esame le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno chiuso al ribasso, frenate dal peggioramento della propensione al rischio e dai dati macroeconomici deboli a livello mondiale (cfr. il grafico 18).** Nel periodo in esame i corsi azionari dell'area dell'euro hanno registrato una notevole volatilità. Essi si sono dapprima indeboliti in occasione delle elezioni straordinarie in Francia, interessando in particolare le imprese francesi e riducendo una propensione al rischio precedentemente sostenuta. Hanno poi registrato perdite significative agli inizi di agosto, in quanto la debolezza dei dati macroeconomici ha innescato timori di recessione negli Stati Uniti e determinato un brusco calo della propensione al rischio a livello mondiale. Sebbene su entrambe le sponde dell'Atlantico i corsi azionari abbiano recuperato gran parte del terreno perduto agli inizi di agosto, quelli delle società dell'area dell'euro hanno registrato risultati inferiori rispetto agli statunitensi. Frenati dalle minori aspettative sugli utili e dall'aumento dei premi per il rischio, gli indici generali dei mercati azionari dell'area dell'euro si sono ridotti del 5 per cento

nel periodo in esame, pur con alcune differenze tra settori. Le quotazioni azionarie delle SNF sono diminuite dell'8 per cento, mentre quelle bancarie sono scese del 4 per cento. Negli Stati Uniti l'indice complessivo dei prezzi azionari è aumentato nel periodo in esame, con un aumento dei corsi azionari sia delle SNF sia delle banche di circa il 3 per cento.

### Grafico 18

#### Indici delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(indice: 1° gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

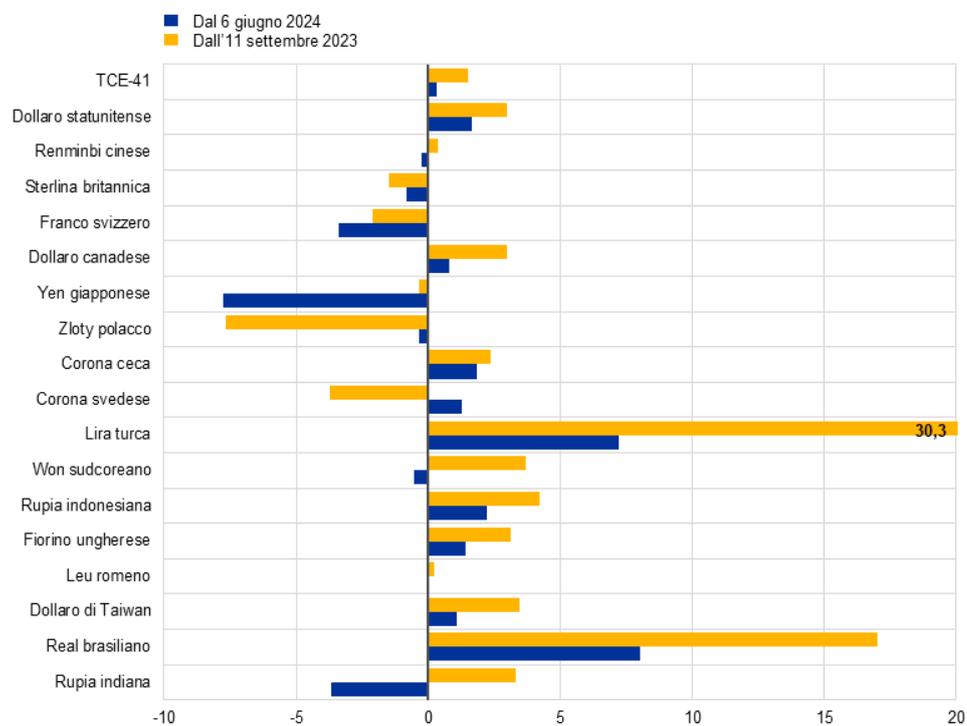
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 settembre 2024.

**Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato dell'1,6 per cento nei confronti del dollaro statunitense, ma è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 19).** Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE), nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dello 0,3 per cento. L'apprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense (1,6 per cento) va ampiamente ricondotto a una revisione al ribasso delle aspettative degli operatori circa l'andamento del tasso di riferimento del Federal Reserve System agli inizi di agosto, in presenza di segnali di un raffreddamento del mercato del lavoro statunitense. L'euro si è apprezzato anche nei confronti delle divise di alcune economie emergenti. Per contro, esso si è notevolmente deprezzato nei confronti dello yen giapponese (-7,7 per cento) e del franco svizzero (-3,4 per cento) in seguito alle operazioni di carry trade finanziati con queste due valute durante l'episodio di accresciuta volatilità dei mercati finanziari agli inizi di agosto. L'euro si è altresì deprezzato dello 0,8 per cento nei confronti della sterlina britannica.

## Grafico 19

### Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto ad altre valute

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti l'11 settembre 2024.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*I costi di finanziamento sono rimasti restrittivi. A luglio 2024 i costi composti della provvista bancaria nell'area dell'euro e i tassi sui prestiti bancari si sono mantenuti su livelli restrittivi. I tassi di crescita dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie sono rimasti contenuti, riflettendo gli elevati tassi sui prestiti, la debole espansione economica e la rigidità dei criteri per la concessione del credito. Nel periodo compreso tra il 6 giugno e l'11 settembre 2024, il costo del debito emesso sul mercato per le imprese è diminuito significativamente, a causa di un calo dei tassi di interesse privi di rischio, mentre il costo del finanziamento tramite capitale di rischio è aumentato. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha mostrato segni di stabilizzazione su livelli bassi, mentre gli afflussi netti dall'estero continuano a fornire il principale contributo alla crescita.*

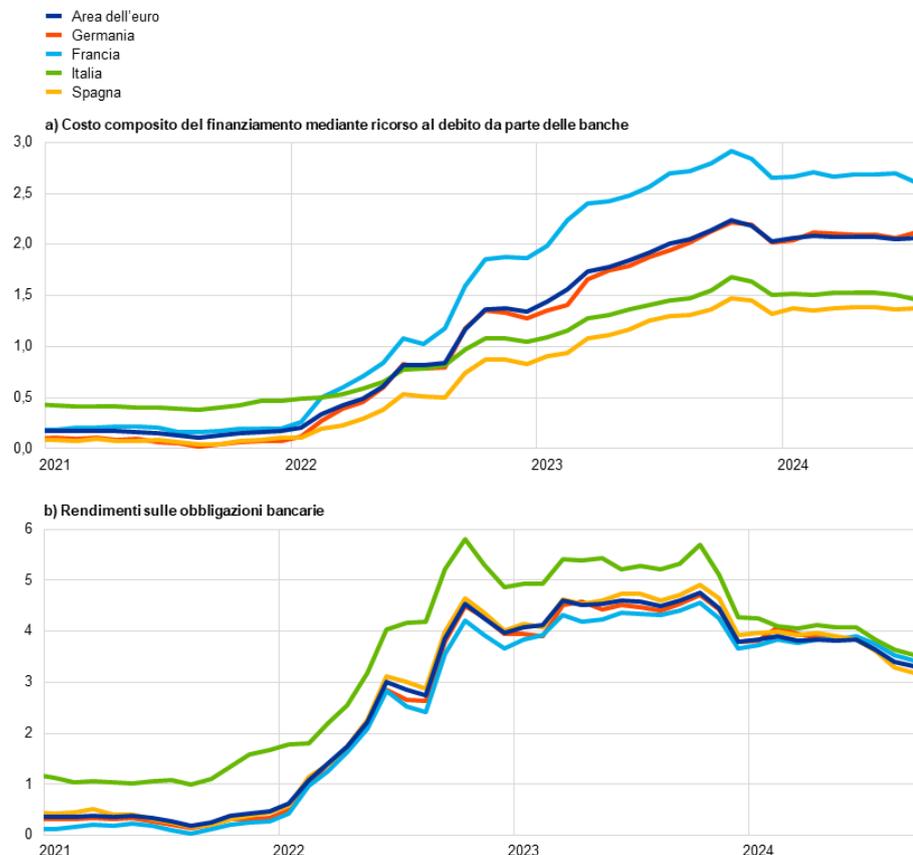
### **I costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro sono rimasti elevati.**

Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è rimasto stabile su livelli elevati da gennaio 2024 e non ha registrato variazioni a luglio (cfr. il pannello a) del grafico 20). I costi della provvista bancaria hanno continuato a essere elevati, per effetto della riallocazione in atto della provvista a favore di fonti più costose, quali i depositi a termine, remunerati a un tasso più alto rispetto ai depositi a vista, e l'emissione di obbligazioni bancarie, in un contesto di graduale revoca delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). I tassi di interesse sui depositi a termine e, in misura minore, su quelli a vista sono diminuiti tra maggio e giugno e sono rimasti invariati a luglio. I tassi sui depositi rimborsabili con preavviso sono rimasti sostanzialmente invariati. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono diminuiti nel contesto della riduzione dei tassi di riferimento a giugno e della rivalutazione della curva dei tassi privi di rischio, sebbene una certa volatilità nei mercati obbligazionari nel corso dell'estate abbia impedito un aggiustamento più consistente dei costi di finanziamento mediante ricorso al mercato (cfr. il pannello b) del grafico 20).

## Grafico 20

### Costi compositi della provvista bancaria in alcuni paesi dell'area dell'euro

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC e/o sue affiliate ed elaborazioni della BCE.

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, ai depositi con scadenza prestabilita e ai depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e all'11 settembre 2024 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

**I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono lievemente diminuiti a luglio rispetto a maggio, pur rimanendo su livelli prossimi ai valori massimi degli ultimi dodici anni.** A luglio i tassi sui prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono rimasti sostanzialmente invariati al 5,06 per cento, dopo una modesta flessione a giugno (cfr. il pannello a) del grafico 21), in un contesto caratterizzato da eterogeneità tra scadenze e paesi nell'area dell'euro. I tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono lievemente diminuiti, collocandosi a luglio al 3,75 per cento, dopo quattro mesi di sostanziale stabilità attorno al 3,80 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 21), sebbene si sia osservato un certo grado di eterogeneità tra paesi.

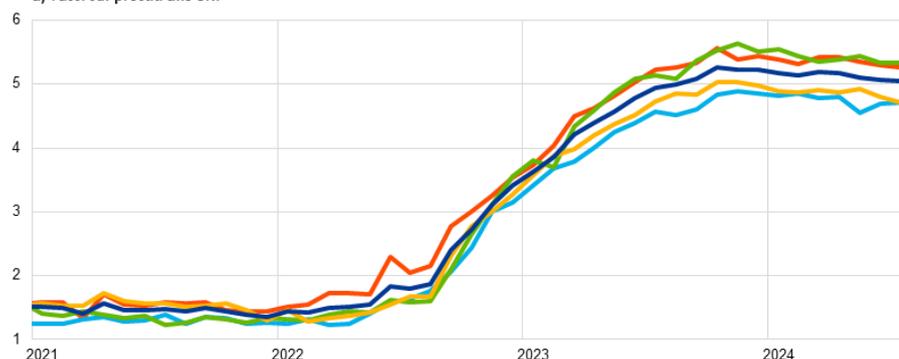
## Grafico 21

### Tassi compositi sui prestiti bancari alle imprese e alle famiglie in alcuni paesi

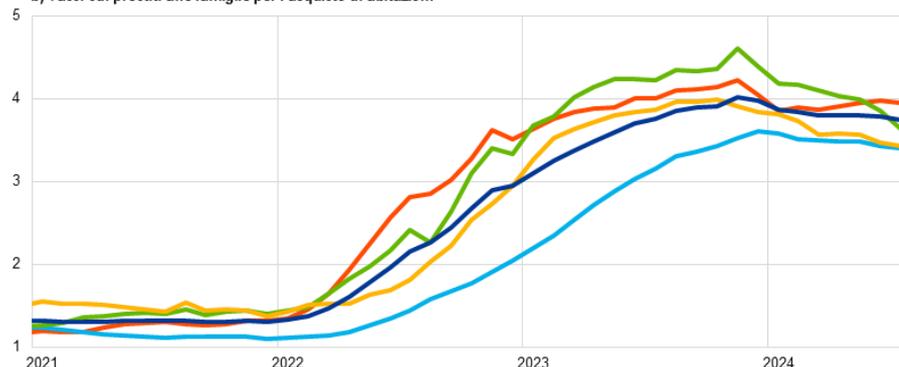
(valori percentuali sui dodici mesi)

- Area dell'euro
- Germania
- Francia
- Italia
- Spagna

a) Tassi sui prestiti alle SNF



b) Tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: per SNF si intendono le società non finanziarie. I tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2024.

**Nel periodo compreso tra il 6 giugno e l'11 settembre 2024 il costo per le imprese del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato è diminuito significativamente, a causa di un calo dei tassi di interesse privi di rischio, mentre è aumentato il costo del capitale di rischio.** Sulla base dei dati mensili disponibili, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, si è collocato al 6,2 per cento a luglio, un livello lievemente inferiore a quello registrato a giugno e inferiore al massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 22)<sup>9</sup>. Ciò è dovuto a una riduzione di tutte le componenti dei costi di finanziamento delle SNF, ad eccezione del costo dei prestiti bancari a breve termine, rimasto sostanzialmente invariato. I dati giornalieri relativi al periodo dal 6 giugno all'11 settembre 2024 confermano una riduzione del costo del debito emesso sul mercato, dovuta a una marcata flessione del tasso di interesse privo di rischio, approssimato dal tasso sugli overnight index swap a dieci anni, compensata solo in

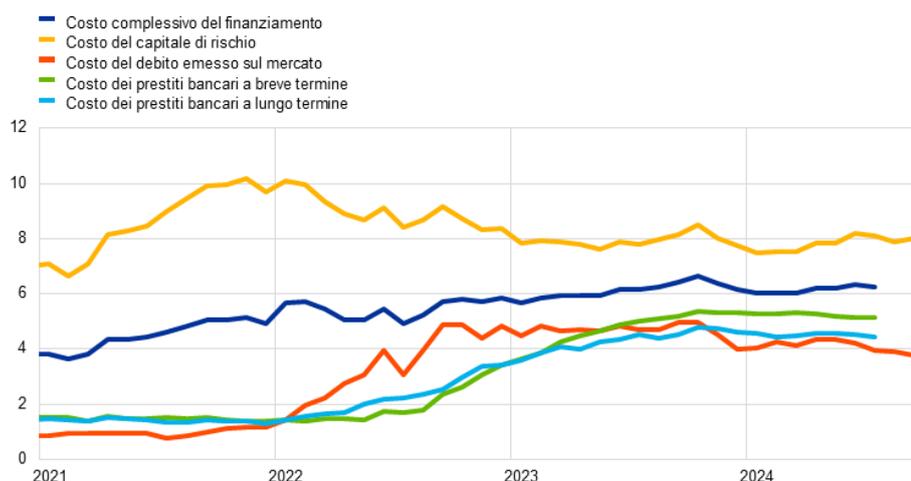
<sup>9</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a luglio 2024.

parte da un lieve ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle SNF, soprattutto nei segmenti ad alto rendimento. Nonostante il calo del tasso di interesse privo di rischio, nello stesso periodo il costo del finanziamento azionario è aumentato, sospinto dall'aumento del premio per il rischio azionario.

## Grafico 22

Costo nominale del finanziamento esterno delle imprese dell'area dell'euro per componente

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 settembre 2024 per il costo del debito emesso sul mercato e per il costo del capitale di rischio (dati giornalieri) e a luglio 2024 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

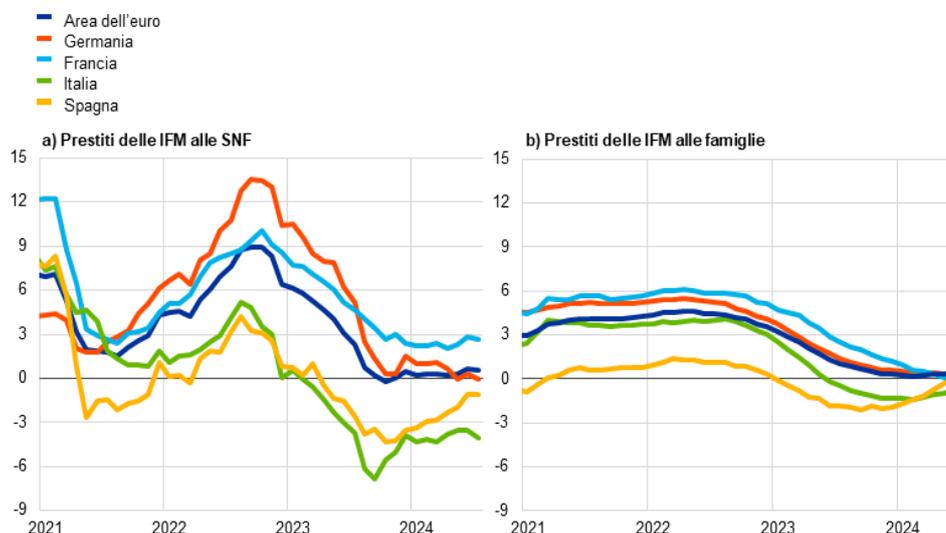
### I flussi di finanziamento esterno delle imprese e l'indebitamento delle famiglie sono rimasti contenuti, rispecchiando gli elevati tassi sui prestiti, la crescita economica debole e la rigidità dei criteri per la concessione del credito.

A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è sceso allo 0,6 per cento, in lieve calo dallo 0,7 di giugno (cfr. il grafico 23). Mentre i flussi dei prestiti bancari a breve termine alle imprese rimangono volatili, l'andamento dei prestiti a scadenze più lunghe ha mostrato un rallentamento, con una crescita pressoché nulla, in linea con la debolezza degli investimenti. Anche l'emissione di titoli di debito da parte delle imprese è stata nel complesso pressoché nulla da maggio a luglio, in un contesto caratterizzato da volatilità. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è salito allo 0,5 per cento a luglio, dallo 0,3 di giugno, rimanendo stagnante. Questi valori modesti riflettono la debolezza dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (crescita dello 0,5 per cento sui dodici mesi a luglio) e dei prestiti per altre finalità (contrazione del 2,7 per cento sui dodici mesi a luglio). La crescita del credito al consumo ha tuttavia mostrato una maggiore tenuta, registrando un incremento sui dodici mesi del 2,8 per cento a luglio. L'indagine sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#)) condotta dalla BCE a luglio 2024 ha confermato una percentuale netta ancora elevata di partecipanti secondo cui l'accesso al credito era diventato più difficoltoso nei dodici mesi precedenti e sarebbe, nelle previsioni, ancora più problematico nei dodici mesi successivi.

### Grafico 23

#### Prestiti delle IFM in alcuni paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2024.

#### Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro ha mostrato segni di stabilizzazione su livelli bassi, mentre gli afflussi netti dall'estero continuano a fornire il principale contributo alla crescita<sup>10</sup>.

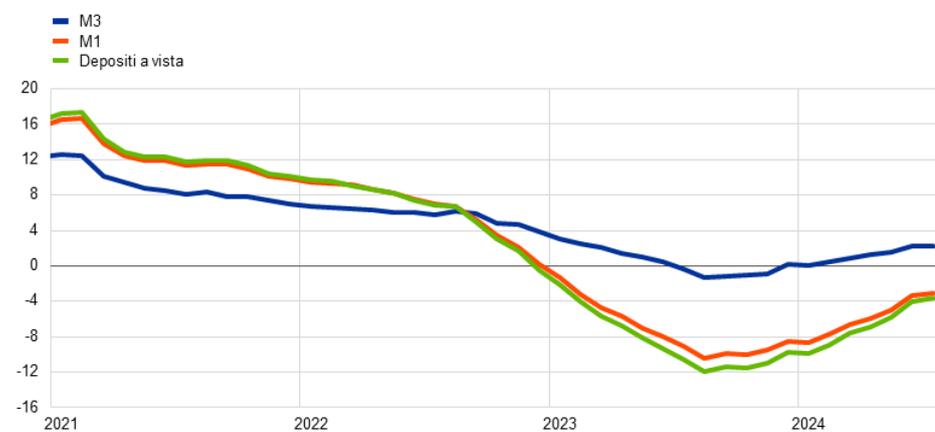
La crescita di M3 è rimasta invariata al 2,3 per cento a luglio, in un contesto caratterizzato da volatilità dei flussi mensili (cfr. il grafico 24). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è rimasta in territorio negativo, ma ha continuato ad aumentare, salendo al -3,1 per cento a luglio, dal -3,4 di giugno. Analogamente, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è salito al -3,6 per cento a luglio, dal -4,0 di giugno. Gli afflussi dall'estero sono rimasti l'unica determinante positiva della crescita della moneta, in un quadro caratterizzato da un credito modesto a famiglie e imprese, dalla continua contrazione del bilancio dell'Eurosistema e dall'emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine (non incluse in M3), in un contesto in cui proseguono i rimborsi dei fondi delle OMRLT.

<sup>10</sup> Cfr. il riquadro 7 *Dinamiche della moneta e del credito nell'area dell'euro e confronto con gli Stati Uniti* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 24

### M3, M1 e depositi a vista

(variazioni percentuali sui dodici mesi, dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2024.

*Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe scendere dal 3,6 per cento del PIL del 2023 al 3,3 nel 2024, per poi diminuire ulteriormente al 3,2 nel 2025 e al 3,0 nel 2026. Nel 2024 l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe subire un significativo inasprimento, che aumenterebbe nei due anni successivi sebbene in misura minore. L'irrigidimento del 2024 riflette principalmente la revoca di gran parte delle misure di sostegno dei governi legate all'energia e all'inflazione. Per il 2025 e il 2026 il progressivo inasprimento è dovuto all'ulteriore ridimensionamento delle restanti misure di sostegno connesse all'energia, agli aumenti delle imposte dirette e dei contributi previdenziali e a una crescita più lenta dei trasferimenti. I governi presenteranno a breve i propri piani strutturali di bilancio di medio termine, definiti per la prima volta nell'ambito del nuovo quadro di governance economica dell'UE. L'attuazione piena, trasparente e tempestiva del nuovo quadro aiuterà i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL; questa è la direzione che essi dovrebbero ora intraprendere con determinazione nel definire i propri piani di medio termine.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro migliorerà moderatamente nell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico 25)<sup>11</sup>.** Sebbene nel 2022 e nel 2023 si sia mantenuto stabile al 3,6 per cento del PIL, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro nell'orizzonte temporale di proiezione dovrebbe diminuire gradualmente al 3,3 per cento del PIL nel 2024, per poi scendere ulteriormente al 3,2 nel 2025 e al 3,0 nel 2026. L'andamento previsto nell'orizzonte temporale di proiezione riflette principalmente un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo in progressivo calo, ma ancora negativo, la cui riduzione più consistente avrebbe luogo nel 2024 con la revoca della maggior parte delle restanti misure di sostegno legate all'energia e all'inflazione. Tale impatto, tuttavia, sarà in parte compensato da un graduale aumento della spesa per interessi nell'intero periodo, per effetto della lenta trasmissione dei precedenti aumenti dei tassi di interesse, dovuta alle lunghe vite residue dei debiti sovrani in essere.

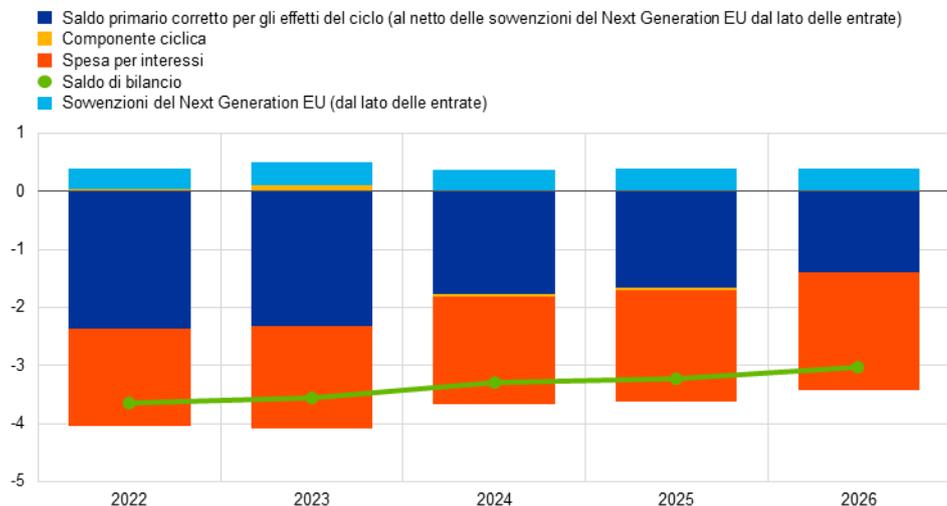
---

<sup>11</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 settembre 2024.

## Grafico 25

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024. Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

**Rispetto alle proiezioni formulate lo scorso giugno dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo di bilancio dovrebbe aumentare moderatamente nell'intero orizzonte temporale di proiezione.** Queste prospettive più sfavorevoli sono riconducibili a politiche di bilancio discrezionali più incisive, in quanto, allo stato attuale, sembra meno probabile che in alcuni paesi si concretizzino appieno piani di risanamento. Inoltre, gli effetti di composizione negativi desumibili dalle proiezioni macroeconomiche aggiornate contribuiscono a un aumento dei disavanzi primari riflettendo le revisioni al ribasso delle basi imponibili in grado di generare un consistente gettito fiscale, quali i redditi da lavoro dipendente e i consumi privati nominali. Pertanto, il saldo di bilancio in percentuale del PIL è stato rivisto al ribasso di 0,2 punti percentuali nel 2024 e di ulteriori 0,4 e 0,5 punti percentuali, rispettivamente, per il 2025 e per il 2026.

**Nel 2024, secondo le proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe continuare a subire un significativo inasprimento, che diverrebbe in qualche misura maggiore nei due anni successivi<sup>12</sup>.**

La variazione annua del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, al netto delle sovvenzioni concesse ai paesi nell'ambito del programma Next Generation EU, indica un significativo inasprimento (pari a 0,5 punti percentuali di PIL) delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2024. Ciò riflette principalmente la revoca di gran parte delle misure di sostegno dei governi legate all'energia e all'inflazione. Secondo le proiezioni, nel 2025 e nel 2026 l'orientamento di bilancio dovrebbe subire un

<sup>12</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

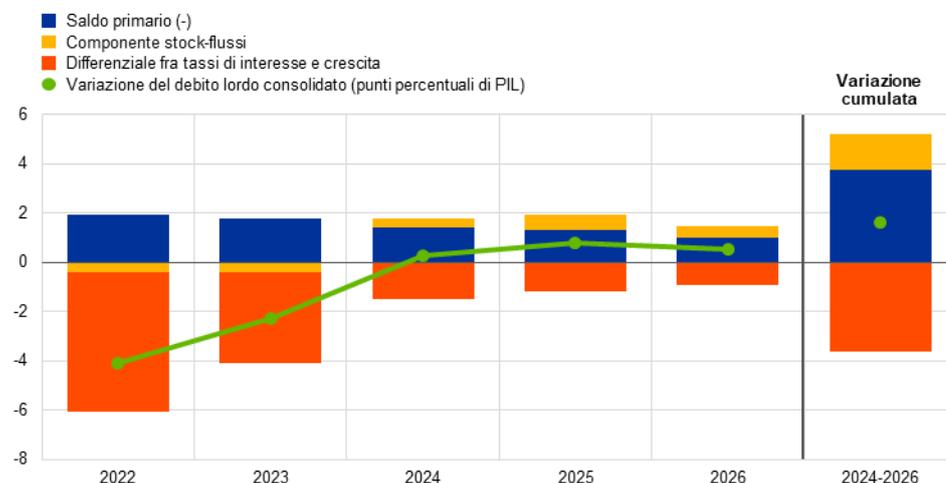
ulteriore inasprimento, sebbene a un ritmo notevolmente inferiore, a causa del continuo ridimensionamento delle restanti misure di sostegno connesse all'energia, unito agli aumenti delle imposte dirette e dei contributi previdenziali, oltre che a una crescita più lenta dei trasferimenti. Tali fattori di irrigidimento dovrebbero essere solo in parte compensati dall'aumento dei consumi e degli investimenti delle amministrazioni pubbliche. Pertanto, l'inasprimento cumulato dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'orizzonte temporale di proiezione 2024-2026 è pari a 0,9 punti percentuali di PIL.

**Il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro dovrebbe lentamente aumentare da un livello già elevato (cfr. il grafico 26).** Durante la pandemia il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato in misura significativa, fino a raggiungere circa il 97 per cento nel 2020, sebbene sia gradualmente diminuito in seguito. Tuttavia, tale miglioramento sembra essersi arrestato. Secondo le proiezioni, il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe lentamente aumentare, dall'88 per cento circa del PIL nel 2023 a quasi il 90 per cento entro la fine dell'orizzonte temporale di proiezione, per effetto dei persistenti disavanzi primari e dei valori positivi attesi della componente stock-flussi, compensati solo in parte da differenziali in calo, ma ancora negativi, fra tassi di interesse e crescita.

### Grafico 26

Determinanti della variazione del debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024. Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

**L'attuazione piena, trasparente e tempestiva del nuovo quadro di governance economica dell'UE aiuterà i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL.** Come primo passo della fase di attuazione del nuovo quadro di governance, gli Stati membri erano tenuti, per la prima volta, a trasmettere alla Commissione europea i propri piani strutturali di bilancio di medio termine entro il 20 settembre. Tuttavia diversi paesi hanno richiesto un posticipo al 15 ottobre per allinearsi alla scadenza della presentazione dei documenti programmatici di bilancio per il 2025. Questa è la direzione che i governi dovrebbero

ora intraprendere con determinazione nel definire i propri piani di medio termine. A livello dell'area dell'euro, nei prossimi anni sarà necessario un risanamento delle finanze pubbliche formulato in maniera favorevole alla crescita.

# Riquadri

## 1 Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: andamenti a breve e lungo termine

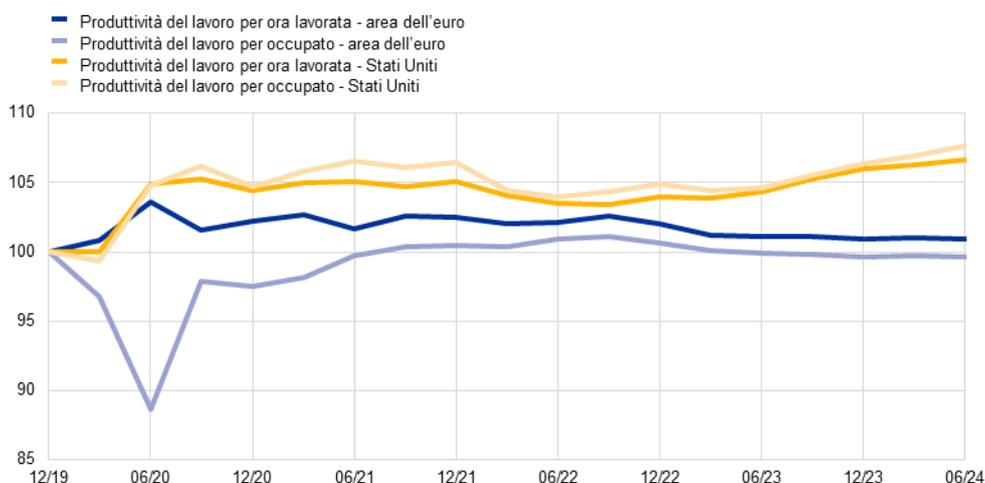
a cura di António Dias da Silva, Paola Di Casola,  
Ramón Gómez-Salvador e Matthias Mohr

**Tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2024 la produttività del lavoro per ora lavorata è aumentata dello 0,9 per cento nell'area dell'euro, mentre è salita del 6,7 per cento negli Stati Uniti.** La crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro è stata storicamente inferiore a quella degli Stati Uniti, ma dall'inizio della pandemia gli andamenti nell'area sono stati particolarmente deboli. I dati sulla crescita della produttività hanno iniziato a divergere nel secondo trimestre del 2020, quando negli Stati Uniti l'input totale di lavoro in percentuale del PIL ha subito un calo più marcato rispetto all'area dell'euro, determinando una ripresa più significativa della produttività (cfr. il grafico A). Ciò è avvenuto in parte per l'attuazione delle misure di integrazione salariale nell'area, in una fase in cui negli Stati Uniti la disoccupazione registrava un vertiginoso aumento. Dopo una breve riduzione, il divario è tornato ad ampliarsi dalla seconda metà del 2022, quando la crescita della produttività nell'area dell'euro ha risentito dello shock subito dai prezzi dell'energia. Nel presente riquadro si esaminano i ruoli della produttività settoriale e degli andamenti storici nel recente divario tra la crescita complessiva della produttività nelle due regioni, conseguenza di fattori sia ciclici sia strutturali.

### Grafico A

#### Produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(4° trim. 2019 = 100)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labour Statistics.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

### **Tra il quarto trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2024, il rallentamento della produttività del lavoro ha interessato tutti i settori nell'area dell'euro.**

Nei servizi di mercato degli Stati Uniti la produttività oraria del lavoro è aumentata del 12,4 per cento, mentre in quelli dell'area è salita di appena il 3,8 per cento nello stesso periodo (cfr. il grafico B). Rispetto all'area dell'euro, due sottosectori hanno registrato una crescita molto più vigorosa negli Stati Uniti: i servizi di informazione e comunicazione sono aumentati del 27,2 per cento e quelli professionali del 18,7 per cento. Nell'area dell'euro, invece, questi sottosectori sono cresciuti solo del 6,5 e del 5,0 per cento rispettivamente. Per quanto riguarda l'industria, la produttività oraria del lavoro è aumentata dell'8,8 per cento negli Stati Uniti, mentre nell'area dell'euro solo dello 0,8 per cento. Tuttavia, tra il quarto trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2022 la crescita della produttività nel settore industriale è stata simile in entrambe le regioni. Per contro, l'aumento dei prezzi del gas a partire dal 2021, considerevolmente aggravato dalle ripercussioni della guerra russa contro l'Ucraina, è stato più forte e si è protratto più a lungo in Europa che negli Stati Uniti, con un impatto pertanto significativamente maggiore sul settore industriale dell'area, dove la crescita del prodotto è diminuita e l'occupazione è rimasta elevata. Tra i quattro settori esaminati nel grafico B, solo quello dei servizi pubblici ha registrato un incremento della produttività maggiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Analisi precedenti hanno mostrato che la maggiore crescita della produttività negli Stati Uniti a partire dalla pandemia è associata a un ricambio del mercato del lavoro e a maggiori investimenti nella digitalizzazione<sup>1</sup>. Questi andamenti generalizzati evidenziano la diversa natura ciclica della produttività nelle due regioni. Mentre la produttività risulta altamente prociclica nell'area dell'euro, tende a esserlo meno negli Stati Uniti, dove la forza lavoro si adegua in modo più flessibile alla produzione<sup>2</sup>. Di conseguenza, poiché la crescita del PIL è stata più debole rispetto agli Stati Uniti, nell'area dell'euro la maggiore prociclicità ha amplificato le differenze in termini di crescita della produttività.

---

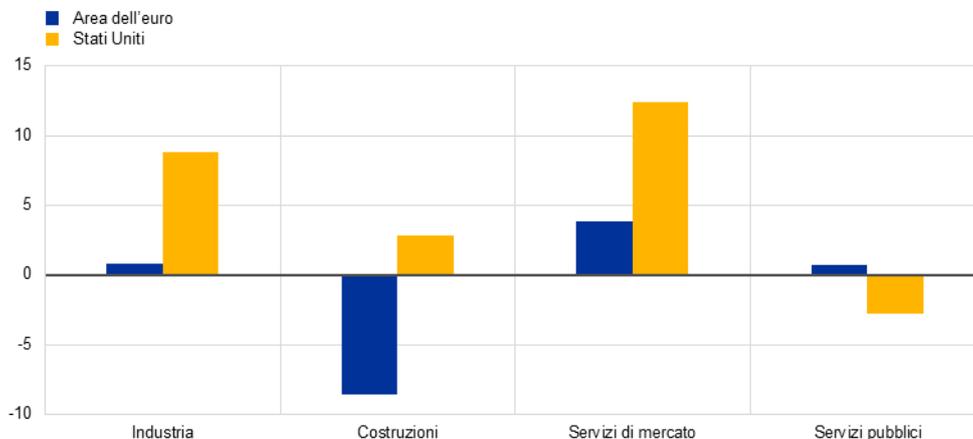
<sup>1</sup> Cfr. Dao, M. e Platzer, J., "Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States", *IMF Working Papers*, vol. 2024, n. 124, FMI. Analogamente, la politica industriale negli Stati Uniti, con misure quali l'Inflation Reduction Act e il Chips and Science Act, potrebbe essere stata più efficace nello stimolare gli investimenti in settori chiave, come sostenuto da de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G. e Moore, D., "Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?" *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17 maggio 2024. Cfr. anche il riquadro 1 *La ripresa dopo la pandemia: perché nell'area dell'euro la crescita è più lenta rispetto agli Stati Uniti?* nel numero 4/2024 di questo Bollettino, che mostra come gli investimenti privati siano stati maggiori negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

<sup>2</sup> Cfr. Fernald, J. G. e Wang, J. C., "Why Has the Cyclicalit y of Productivity Changed? What Does It Mean?", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, n. 2016-07; Arce, Ó. e Sondermann, D., "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", *Il Blog della BCE*, 6 maggio 2024; il riquadro 4 *Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli* nel numero 4/2024 di questo Bollettino; il riquadro 3 *L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera* nel numero 4/2024 di questo Bollettino; e Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. e Mohr, M., "More jobs but fewer working hours", *Il Blog della BCE*, 7 giugno 2023.

## Grafico B

### Crescita della produttività oraria del lavoro per settori principali

(variazione cumulata dal quarto trimestre del 2019 al primo trimestre del 2024)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labour Statistics.

#### In entrambe le regioni, l'aumento della produttività è stato trainato

#### principalmente dalla crescita all'interno dei settori piuttosto che da un cambiamento nella loro composizione.

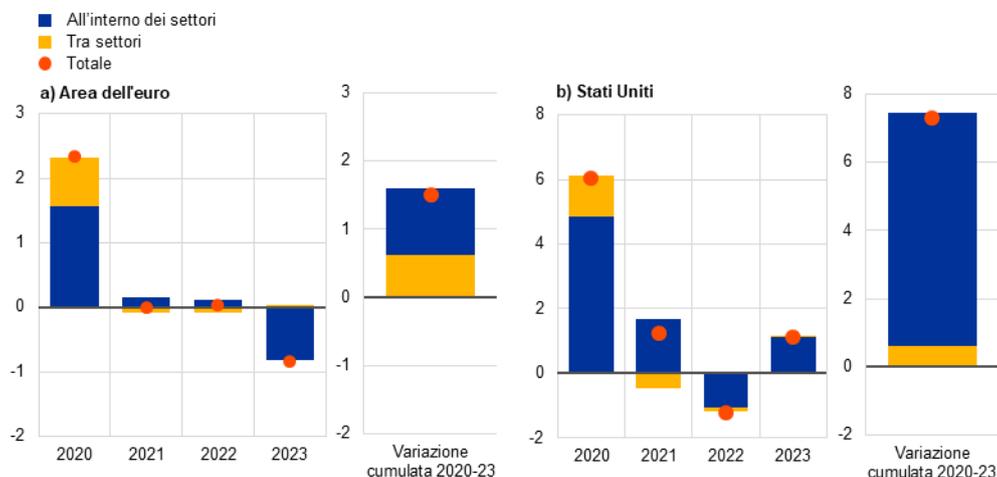
Ciò si è verificato nonostante i bruschi cambiamenti nella produzione avvenuti nei vari comparti durante la pandemia, inizialmente a causa delle misure di chiusura (lockdown) e successivamente per via delle turbative lungo le catene di approvvigionamento mondiali<sup>3</sup>. La riallocazione del lavoro dai settori a bassa produttività a quelli ad alta produttività (tra componenti) è stata positiva nel 2020, ma dopo il primo trimestre dello stesso anno gli effetti positivi sulla variazione cumulata della produttività sono stati contenuti in entrambe le regioni (cfr. il grafico C). Questo impatto limitato ha rispecchiato la chiusura e successiva riapertura dei comparti a bassa produttività. Nel complesso alla riallocazione positiva conseguita nel 2020 è riconducibile metà della crescita cumulata della produttività nell'area dell'euro dal 2020 al 2023. Tale effetto è stato altrettanto rilevante negli Stati Uniti, ma appare più contenuto in termini relativi per via della crescita della produttività significativamente maggiore in tale paese.

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro 2 *Andamenti recenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro specifici per paese e per settore* nel numero 5/2024 di questo Bollettino; l'articolo 1 *L'impatto dei recenti shock e dei cambiamenti strutturali in atto sulla crescita della produttività nell'area dell'euro* nel numero 2/2024 di questo Bollettino; e Consolo, A. e Petroulakis, F., "Did COVID-19 induce a reallocation wave?" *Economica*, di prossima pubblicazione.

## Grafico C

### Analisi di tipo “shift-share” degli andamenti della produttività oraria del lavoro

(variazioni annue e cumulate, 2020-2023)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE basate su dati Eurostat, Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labor Statistics. Nota: il calcolo segue l'analisi di tipo “shift-share” teorizzata in Denis, C., McMorrow, K. e Röger, W., “An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)”, *European Economy – Economic Papers*, n. 208, Commissione europea, luglio 2004, pag. 78.

### Gli andamenti successivi alla pandemia hanno contribuito ulteriormente all'ampliamento del divario di produttività tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, in corso da due decenni, evidenziando il ruolo dei fattori strutturali.

Tra il 1995 e il 2019 la produttività del lavoro per ora lavorata negli Stati Uniti è aumentata di circa il 50 per cento, pari al 2,1 per cento annuo. Durante lo stesso periodo, è salita solo del 28 per cento, ossia dell'1 per cento annuo, nell'area dell'euro<sup>4</sup>.

Una scomposizione della produttività in intensità di capitale e produttività totale dei fattori (PTF) mostra che nel primo decennio di questo secolo la produttività dell'area ha risentito di un calo accentuato della PTF (cfr. il grafico D). Dal 2014 al 2019 la PTF ha registrato una lieve ripresa, mentre l'intensità di capitale ha fornito un contributo negativo. Alcuni autori rilevano che la maggiore capacità degli Stati Uniti di creare tecnologia digitale, nonché di utilizzarla nel processo produttivo, sia una delle principali determinanti del divario di produttività tra le due regioni<sup>5</sup>. Il recente aumento dell'immigrazione clandestina potrebbe aver leggermente gonfiato la crescita della produttività a partire dalla pandemia, ma si ritiene che il suo impatto sia limitato. Nell'area dell'euro l'impatto della digitalizzazione è molto eterogeneo tra i vari settori e, rispetto agli Stati Uniti, meno imprese ne beneficiano in misura significativa. Ciò potrebbe essere parzialmente correlato alle dimensioni

<sup>4</sup> Nello stesso periodo la produttività del lavoro per occupato è aumentata di circa il 44 per cento, pari all'1,8 per cento l'anno, negli Stati Uniti, mentre nell'area dell'euro è aumentata solo del 20 per cento, ossia dello 0,8 all'anno.

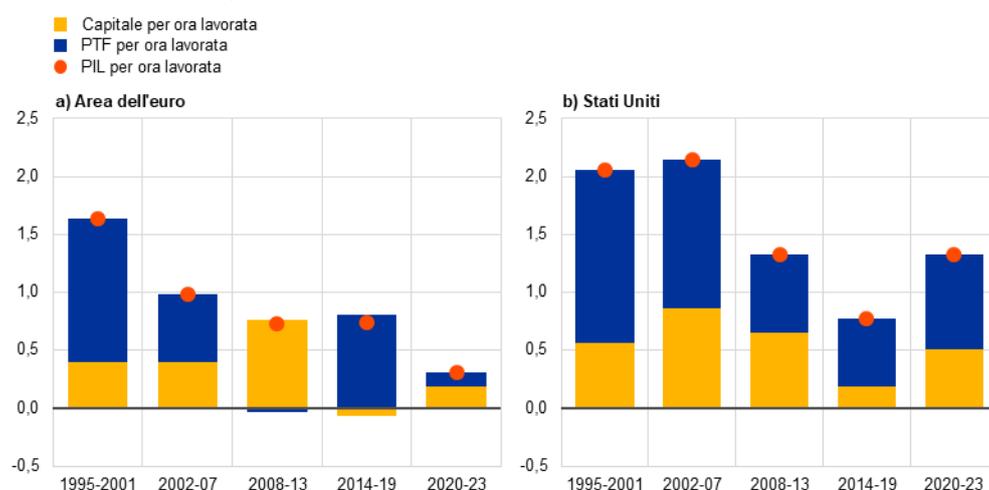
<sup>5</sup> Cfr. Van Ark, B., O'Mahoney, M. e Timmer, M., “The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n. 1, 2008, pagg. 25-44; Schivardi, F. e Schmitz, T., “The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades” *Journal of the European Economic Association*, vol. 8, n. 5, 2020, pagg. 2441-2486; e Hsieh, C.-T., Klenow, P. J. e Shimizu, K., “Romer or Ricardo?”, *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

relativamente più ridotte delle imprese dell'area<sup>6</sup>. Nostre elaborazioni basate su dati EU KLEMS (su capitale (K), lavoro (L), energia (E), materiali (M) e servizi (S)) mostrano che nel periodo 1995-2019 il settore dell'informazione e delle comunicazioni ha contribuito per circa il 20 per cento alla crescita totale della produttività oraria del lavoro negli Stati Uniti, mentre nell'area dell'euro l'apporto di questo settore è stato solo del 12 per cento circa.

## Grafico D

### Scomposizione della crescita della produttività oraria del lavoro

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

### In sintesi, la divergenza nella crescita della produttività tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti presenta caratteristiche sia cicliche sia strutturali.

La crescita della produttività dell'area dell'euro, significativamente minore negli ultimi quattro anni, è in parte riconducibile alla sua natura ciclica, più pronunciata in questa regione, a una contrazione più marcata e duratura della produzione e dei redditi reali, determinata dall'aumento dei prezzi dell'energia, e al più forte impatto dell'incertezza legata alla guerra russa contro l'Ucraina. Tuttavia, nei due decenni precedenti la pandemia, negli Stati Uniti la produttività del lavoro è aumentata ad una velocità circa doppia rispetto all'area dell'euro. Ciò evidenzia il ruolo dei fattori strutturali. I fattori chiave sono stati e continuano a essere la maggiore produttività del settore dell'informazione e delle comunicazioni negli Stati Uniti e la capacità di innovazione relativamente inferiore delle imprese dell'area dell'euro. Tali differenze sono potenzialmente connesse alle dimensioni delle imprese nell'area, che sono mediamente più ridotte. I minori apporti forniti dall'intensità di capitale e dalla PTF nell'area dell'euro hanno contribuito alla divergenza. Le misure volte a stimolare gli

<sup>6</sup> Cfr. Reis, R., "Letting large European firms grow", *Think Tank*, Parlamento europeo, 2024, e Poschke, M., "The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 10, n. 3, 2018, pagg. 1-41; e Anderton, R., Botelho, V. e Reimers, P., "Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?", *Working Paper Series*, n. 2794, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2023.

investimenti produttivi e incentivare la crescita della PTF potrebbero sostenere la produttività nel medio periodo<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Il divario storico di produttività rispetto agli Stati Uniti è discusso anche a livello dell'UE in Draghi, M., "The future of European competitiveness — A competitiveness strategy for Europe", Rapporto alla Commissione europea, 9 settembre 2024. Il documento suggerisce che, per accrescere la propria competitività, l'Europa dovrebbe adottare misure quali il miglioramento delle condizioni per un'innovazione pionieristica.

## 2 Contabilizzare la natura nell'attività economica dell'area dell'euro

a cura di Mariana Martins Cardoso e Miles Parker

**La natura fornisce un insieme di servizi fondamentali per la produzione economica, molti dei quali non sono sufficientemente rappresentati nelle statistiche economiche standard.** Comunemente denominati “servizi ecosistemici”, questi input comprendono funzioni cruciali quali l’impollinazione, la filtrazione dell’aria e dell’acqua, il sequestro dell’anidride carbonica e la fornitura di colture, legname e altre risorse. È raro che il valore di questi servizi sia rilevato in forma diretta in dati statistici come il PIL. Ad esempio, il prezzo dei prodotti alimentari include implicitamente il valore economico dell’impollinazione naturale, ma in assenza di una misurazione diretta tale valore è attribuito al settore agricolo.

**Si stanno compiendo sforzi per tenere maggiormente conto della natura nelle misure dell'attività economica.** Il presente riquadro ne considera due: il progetto di contabilizzazione integrata del capitale naturale (Integrated Natural Capital Accounting, INCA) del Centro comune di ricerca della Commissione europea e l’iniziativa dell’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) volta a misurare la crescita del PIL corretta per l’inquinamento. Tali misure, pur dando conto solo in parte del contributo economico apportato dalla natura, offrono già indicazioni utili sul ruolo che essa svolge nell’attività economica dell’area dell’euro.

**Il progetto INCA si avvale di un’ampia gamma di dati geospaziali e utilizza svariati strumenti di modellizzazione per ricavare il valore equo (fair value) dei servizi ecosistemici<sup>1</sup>.** Ad esempio, il valore del sequestro di anidride carbonica è calcolato moltiplicando le stime del costo sociale del carbonio per il volume sequestrato, utilizzando dati satellitari sulla copertura vegetale. Nel 2019 il valore stimato dei servizi ecosistemici nell’UE ammontava a oltre 234 miliardi di euro, cifra sostanzialmente pari al valore aggiunto lordo combinato dei settori agricolo e forestale (cfr. la tavola A). Sebbene questi due settori rappresentino una quota considerevole dell’utilizzo dei servizi ecosistemici, di questi ultimi hanno fruito in misura significativa anche altri settori. Le famiglie hanno beneficiato delle attività ricreative legate alla natura, il servizio ecosistemico con il valore più elevato tra quelli studiati.

---

<sup>1</sup> Cfr. Centro comune di ricerca, “[Accounting for ecosystems and their services in the European Union \(INCA\)](#)”, Commissione europea, 2021.

## Tavola A

### Valore stimato dei servizi ecosistemici nei 28 Stati membri dell'UE nel 2019

(milioni di euro)

Servizi ecosistemici	Metodo di valutazione	Valore
Fornitura di colture	Quota del prezzo di mercato delle colture	23.145
Fornitura di legname	Quota del prodotto del settore forestale	16.379
Impollinazione	Valore di mercato del maggiore prodotto	4.977
Sequestro di anidride carbonica	Costo sociale del carbonio	13.271
Controllo delle alluvioni	Costo dei danni evitati	18.016
Depurazione dell'acqua	Approccio basato sui costi di sostituzione	61.882
Attività ricreative legate alla natura	Metodo dei costi di viaggio	80.262
Fornitura di acqua	Approccio basato sui costi di sostituzione	4.887
Filtrazione dell'aria dal PM 2,5	Costi sanitari evitati	10.446
Cattura di pesci marini	Utile netto	1.042
<b>Totale</b>		<b>234.307</b>

Fonte: Centro comune di ricerca (2021).

**L'integrazione dei fattori legati alla natura e all'ambiente arricchisce l'analisi delle determinanti della crescita economica<sup>2</sup>.** L'OCSE calcola il PIL corretto per l'inquinamento sottraendo il costo stimato dell'inquinamento provocato, tra gli altri, da anidride carbonica, azoto, zolfo e particolato. Tali costi comprendono cambiamenti climatici, danni agli ecosistemi, malattie e decessi<sup>3</sup>. Il PIL corretto per l'inquinamento è pertanto inferiore al PIL indicato nei conti nazionali. Nell'analisi standard di contabilità della crescita sono tre i fattori principali che contribuiscono all'espansione economica: il capitale prodotto (come macchinari, edifici e infrastrutture), il lavoro e la produttività totale dei fattori (PTF). La PTF è solitamente calcolata come differenza tra il prodotto e i contributi di capitale e lavoro. L'OCSE integra questo esercizio misurando anche il contributo alla crescita derivante da un maggiore sfruttamento della natura (ad esempio attraverso un aumento dell'attività estrattiva o forestale). La PTF corretta per l'ambiente può quindi essere calcolata come la differenza tra il PIL corretto per l'inquinamento e questi input.

**Realizzare lo stesso prodotto a partire da un minor numero di input determina una crescita del valore aggiunto; in modo analogo, conseguire lo stesso prodotto provocando una minore quota di inquinamento induce una crescita del valore aggiunto, considerata in una prospettiva ambientale di lungo periodo.** Tra il 1996 e il 2018 l'inquinamento è significativamente diminuito nella maggior parte delle economie europee, aggiungendo oltre 0,3 punti percentuali alla crescita annua del PIL (corretto per l'inquinamento) in Germania, Francia e Italia (cfr. la tavola B); si tratta di un valore più che doppio rispetto alla correzione per l'inquinamento relativa agli Stati Uniti. In Cina e in India la crescita del PIL ha comportato un aumento dell'inquinamento. In termini di contributi provenienti dai

<sup>2</sup> Cfr. Cárdenas Rodríguez, M. et al., "Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services", *OECD Green Growth Papers*, novembre 2023.

<sup>3</sup> Per un esempio dei costi del particolato, nell'UE l'inquinamento atmosferico ha provocato 238.000 morti premature nel solo 2020, cfr. Agenzia europea dell'ambiente, "Health impacts of air pollution in Europe", 2022.

diversi fattori, l'apporto offerto alla crescita media dal maggiore sfruttamento della natura è stato trascurabile nei paesi dell'OCSE e contenuto in Cina e in India.

## Tavola B

### Contributi alla crescita corretti per la natura nelle principali economie

(crescita: variazione percentuale annua; contributo: punti percentuali)

Paese	Misure della crescita del prodotto			Contributi alla crescita del prodotto			
	Crescita del PIL	Crescita del PIL corretta per l'inquinamento	Differenza	Contributo del lavoro	Contributo del capitale prodotto	Contributo derivante dallo sfruttamento della natura	Crescita della PTF corretta per l'ambiente
Francia	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Germania	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italia	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Paesi Bassi	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Spagna	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Media UE27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Stati Uniti	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
Cina	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
India	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Fonti: Cárdenas Rodríguez et al. (2023) ed elaborazioni della BCE.  
Nota: media per il periodo 1996-2018.

**Queste correzioni per l'ambiente si traducono in una maggiore crescita della produttività rilevata in Europa (cfr. il grafico A).** Recenti pubblicazioni della BCE hanno evidenziato come la riduzione delle emissioni durante la transizione ecologica possa temporaneamente ridurre la produttività rilevata<sup>4</sup>. Tali dati suggeriscono che questo processo potrebbe essere già in corso. Le misure standard della PTF mostrano un rallentamento della crescita della produttività media annua nel periodo 2009-2018 rispetto al periodo 1996-2008 sia in un gruppo di 12 paesi dell'area dell'euro (AE12) (0,2 per cento rispetto allo 0,5) sia negli Stati Uniti (0,6 per cento rispetto all'1,2)<sup>5</sup>. Anche la PTF corretta per l'ambiente è diminuita tra questi due periodi, fornendo tuttavia un quadro meno pessimistico della recente crescita della produttività. Su tale base, nel periodo 2009-2018 la crescita della PTF è stata pari, in media, allo 0,6 per cento nei paesi AE12 e all'1 per cento negli Stati Uniti<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Cfr. l'articolo 2 *Gli effetti del cambiamento climatico sul prodotto potenziale* nel numero 6/2023 di questo Bollettino; e Bijnens et al, 2024, "The impact of climate change and policies on productivity", *ECB Occasional Paper Series*, n. 340.

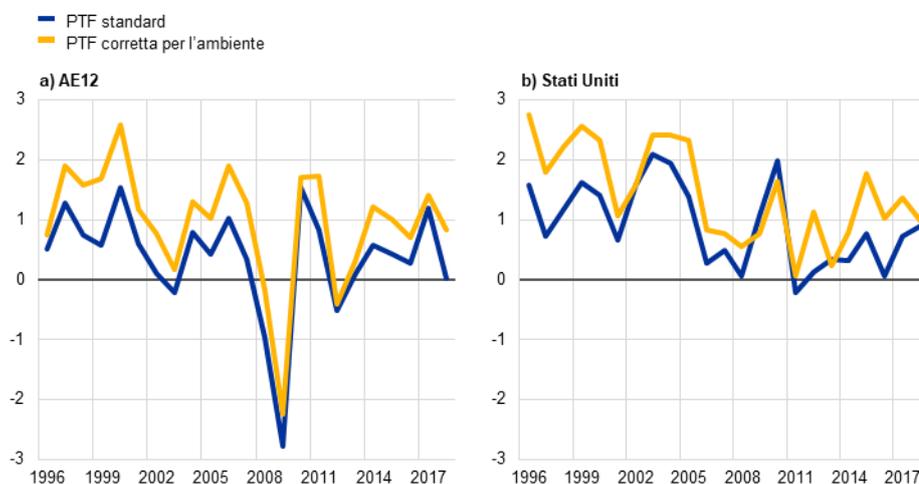
<sup>5</sup> L'aggregato AE12 è ponderato per il PIL del 2013 e comprende Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna.

<sup>6</sup> Queste medie sono fortemente influenzate dal dato relativo all'aggregato AE12 per il 2009. Nel periodo 2010-2018 la crescita media della PTF corretta per l'ambiente nell'AE12 è stata sostanzialmente in linea con quella degli Stati Uniti.

## Grafico A

Differenza tra crescita della PTF standard e crescita della PTF corretta per l'ambiente

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Cárdenas Rodríguez et al (2023), OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'aggregato AE12 è ponderato per il PIL del 2013 e comprende Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna.

**La reale importanza della natura per l'attività economica supera probabilmente le stime illustrate: il proseguire del degrado della natura, pertanto, potrebbe considerevolmente ridurre la capacità produttiva futura<sup>7</sup>.** Molti servizi ecosistemici non sono ancora quantificati e, di conseguenza, il loro valore sarebbe sottostimato. Inoltre, l'importanza economica di tali servizi dipende anche dalla possibilità di rimpiazzarli con altri fattori produttivi. Ad esempio, il lavoro manuale già sostituisce l'impollinazione naturale in alcune colture di elevato valore, ma sarebbe impossibile impiegarlo per tutte. Lo sfruttamento eccessivo delle risorse naturali può dare impulso al prodotto nel breve periodo, ma potrebbe risultare insostenibile su orizzonti più lunghi, poiché il degrado della natura riduce in definitiva il flusso dei servizi ecosistemici e, di conseguenza, l'attività economica<sup>8</sup>.

**La rilevazione diretta dei servizi ecosistemici all'interno del PIL rappresenta un significativo progresso, ma non è sufficiente per comprendere gli impatti di lungo periodo.** In materia di dati sono già previsti alcuni miglioramenti: l'Eurostat ha in programma di pubblicare conti ecosistemici a partire dal 2026, sviluppando il lavoro svolto nell'ambito del progetto INCA. Inizialmente riguarderanno sette servizi ecosistemici e saranno espressi in unità fisiche (ad esempio il volume delle colture attribuibile all'impollinazione selvatica o le tonnellate di anidride carbonica sequestrate); è allo studio la fattibilità del calcolo del valore monetario<sup>9</sup>. Tuttavia, il

<sup>7</sup> Cfr. Döhring, B., et al., "Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity", *European Economy Discussion Papers*, n. 180, Commissione europea, febbraio 2023.

<sup>8</sup> Cfr. Kuchler, T. et al., "The economics of biodiversity loss", ricerca presentata al Forum della BCE svoltosi a Sintra, 2024.

<sup>9</sup> Fornitura di colture, impollinazione delle colture, fornitura di legname, filtrazione dell'aria, regolazione del clima a livello globale, regolazione del clima a livello locale, servizi turistici legati alla natura. Cfr. COM/2022/329 - Regolamento che modifica il regolamento (UE) n. 691/2011 per quanto riguarda l'introduzione di nuovi moduli dei conti economici ambientali.

prodotto interno *lordo* non tiene conto di tutti gli effetti del degrado della natura, in quanto non include il deprezzamento del capitale. Il degrado della natura derivante da uno sfruttamento non sostenibile non sarà pertanto mai incluso nel PIL, anche quando i servizi ecosistemici saranno riconosciuti. Per comprendere appieno le implicazioni per il prodotto futuro occorre prestare attenzione al prodotto interno *netto*, che tiene conto del deprezzamento. Inoltre, diversi servizi ecosistemici riducono l'impatto degli eventi climatici estremi, come le alluvioni. I benefici economici possono essere considerevoli, ma non sono osservabili e possono essere calcolati solo utilizzando modelli economici volti a stabilire in quale misura l'attività sarebbe inferiore in assenza della protezione offerta da tali servizi.

**È inoltre necessario compiere progressi nella modellizzazione economica per quantificare meglio i benefici offerti dai servizi ecosistemici e individuare i settori che dipendono da essi.** Queste conoscenze contribuiranno all'individuazione dei casi in cui gli investimenti in natura potrebbero apportare benefici netti nel medio termine. Aiuteranno inoltre a chiarire in che modo le perturbazioni dei servizi ecosistemici, a livello sia nazionale sia internazionale, si propagano nell'economia attraverso le catene di approvvigionamento. Tali perturbazioni frenano l'attività economica effettiva indipendentemente dal fatto che i servizi ecosistemici siano o non siano rilevati in forma diretta. Per una trattazione più approfondita degli impatti economici e finanziari determinati dal degrado della natura e dalla perdita di biodiversità, si veda l'articolo 2 in questo numero del Bollettino.

### 3 Perché le famiglie dell'area dell'euro rimangono pessimiste e quali sono le implicazioni per i consumi privati?

a cura di Alina Bobasu, Dario Esposito e Johannes Gareis

**La fiducia dei consumatori nell'area dell'euro è crollata in concomitanza con l'invasione su vasta scala dell'Ucraina da parte della Russia e da allora si è mantenuta su livelli bassi, nonostante una leggera ripresa.** La fiducia dei consumatori è gradualmente migliorata, rispetto al livello minimo del periodo successivo all'invasione, registrato a settembre 2022. Tuttavia, non è ancora tornata alla media antecedente la pandemia e, ad agosto 2024, si è collocata ben al di sotto dei livelli precedenti l'invasione (cfr. il grafico A). Il presente riquadro analizza i fattori alla base del modesto livello di fiducia dei consumatori e valuta le implicazioni che il persistere di bassi livelli di fiducia comporta per i consumi privati nel breve periodo.

**In particolare, le aspettative delle famiglie riguardo la situazione economica generale stanno gravando sul clima di fiducia dei consumatori.** L'indice del clima di fiducia dei consumatori della Commissione europea è un indicatore composito calcolato come media aritmetica delle serie dei saldi (ovvero la percentuale di risposte positive meno la percentuale di risposte negative) per quattro domande dell'indagine. Tali domande riguardano le aspettative delle famiglie per i 12 mesi successivi in relazione alla loro situazione finanziaria, alla situazione economica generale e agli acquisti rilevanti, nonché alle percezioni circa la loro situazione finanziaria negli ultimi dodici mesi<sup>1</sup>. Le aspettative delle famiglie circa la situazione economica generale sono rimaste sostanzialmente invariate dalla metà del 2023, frenando qualsiasi ulteriore ripresa della fiducia dei consumatori, nonostante il miglioramento registrato rispetto al periodo immediatamente successivo all'invasione (cfr. il grafico A). Per contro, tutte le altre componenti del clima di fiducia dei consumatori hanno continuato a migliorare, come mostrano le valutazioni delle famiglie riguardo la propria situazione finanziaria passata e l'intenzione di effettuare acquisti di importo rilevante che, a metà del 2024, si sono collocate lievemente al di sopra delle medie precedenti la pandemia.

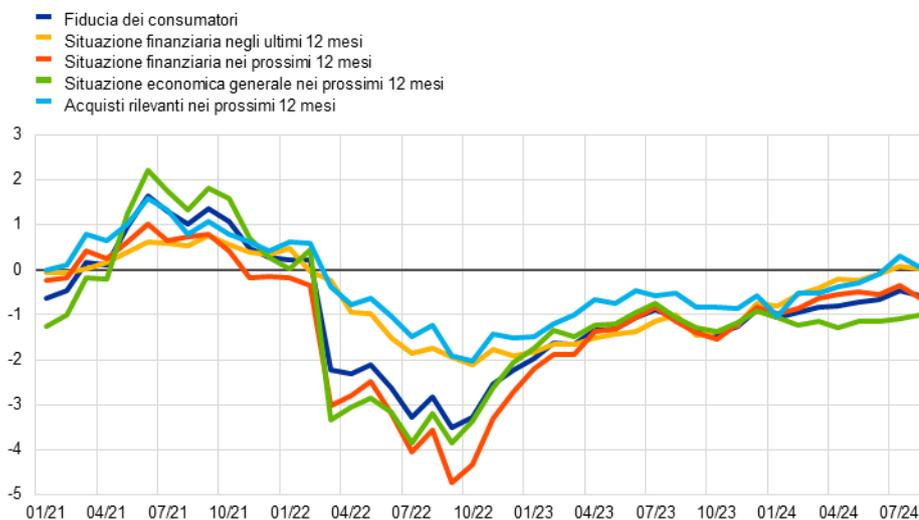
---

<sup>1</sup> Cfr. *A revised consumer confidence indicator*, Commissione europea, 2018.

## Grafico A

### Fiducia dei consumatori e sue componenti

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i dati sono standardizzati per il periodo compreso tra gennaio 1999 e dicembre 2019 e la linea dello zero corrisponde alla media precedente la pandemia. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

**Un modello di regressione lineare coglie la relazione storica tra la fiducia dei consumatori e le varie determinanti dei consumi privati<sup>2</sup>.** Il modello effettua una regressione della fiducia dei consumatori su una costante, due valori ritardati della fiducia dei consumatori e valori contemporanei del tasso di inflazione, del tasso di disoccupazione, di una misura dei costi di indebitamento, della variazione percentuale sui dodici mesi dei corsi azionari, della variazione percentuale sui dodici mesi dei prezzi delle abitazioni e delle aspettative di inflazione e disoccupazione delle famiglie per i dodici mesi successivi<sup>3</sup>. I valori ritardati consentono la graduale reazione della fiducia dei consumatori al mutare delle altre variabili. Sono incluse le aspettative delle famiglie circa inflazione e disoccupazione future in quanto spesso riflettono la fiducia dei consumatori meglio dell'effettivo andamento delle variabili macroeconomiche, dal momento che influenzano le percezioni del benessere

<sup>2</sup> Cfr. anche Bolhuis, M.A., Cramer, J.N., Schulz, K.O. e Summers, L.H., *The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly*, Working Paper, n. 32163, National Bureau of Economic Research, febbraio 2024.

<sup>3</sup> Le aspettative di inflazione e disoccupazione delle famiglie sono desunte dall'indagine della Commissione europea presso le imprese e i consumatori. Le prime si riferiscono alle aspettative di inflazione trimestrali per i successivi dodici mesi in termini quantitativi, mentre le seconde si riferiscono alle aspettative di disoccupazione delle famiglie per i successivi dodici mesi in termini qualitativi.

delle famiglie<sup>4</sup>. Riflettono inoltre, per definizione, la natura prospettica della maggior parte delle componenti del clima di fiducia dei consumatori<sup>5</sup>.

**Secondo il modello, l'aumento dell'inflazione effettiva e attesa è stato la causa iniziale del calo della fiducia dei consumatori rispetto al periodo precedente l'invasione, seguito successivamente dagli effetti sempre più negativi dei maggiori costi di indebitamento accompagnati dal calo dei prezzi delle abitazioni.**

I risultati del modello mostrano che il calo della fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, rispetto al quarto trimestre del 2021, è ampiamente riconducibile all'aumento dell'inflazione, sia effettiva sia attesa (cfr. il grafico B). La successiva ripresa della fiducia dei consumatori è stata a sua volta sostenuta principalmente dal calo dell'inflazione effettiva e dalla minore inflazione attesa. Anche le aspettative di disoccupazione delle famiglie sono diminuite nel 2023, rispetto al 2022, ma al secondo trimestre del 2024 rimangono più elevate rispetto al quarto trimestre del 2021<sup>6</sup>.

Inoltre, l'inasprimento della politica monetaria ha contribuito a un aumento dei costi di indebitamento e a un calo dei prezzi delle abitazioni che, a partire dalla metà del 2022, hanno iniziato a influire negativamente sulla fiducia dei consumatori. Infine, come indicato dal contributo negativo dei residui della regressione, la fiducia dei consumatori è rimasta lievemente più debole rispetto al quarto trimestre del 2021 a causa di altri fattori non colti dal modello, forse relativi all'elevata incertezza geopolitica ed economica<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Per indicazioni sulla rilevanza delle aspettative di inflazione delle famiglie per la fiducia dei consumatori nell'area dell'euro, cfr. *European Business Cycle Indicators 2<sup>nd</sup> Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area*, Technical Paper, n. 074, Commissione europea, luglio 2024.

<sup>5</sup> Tuttavia, poiché nel 2022 le aspettative delle famiglie su inflazione e disoccupazione future erano allineate alla generale incertezza che caratterizzava l'invasione russa dell'Ucraina, i coefficienti stimati per queste due variabili nel modello potrebbero anche cogliere fattori legati alla guerra diversi dagli effetti legati a inflazione e disoccupazione.

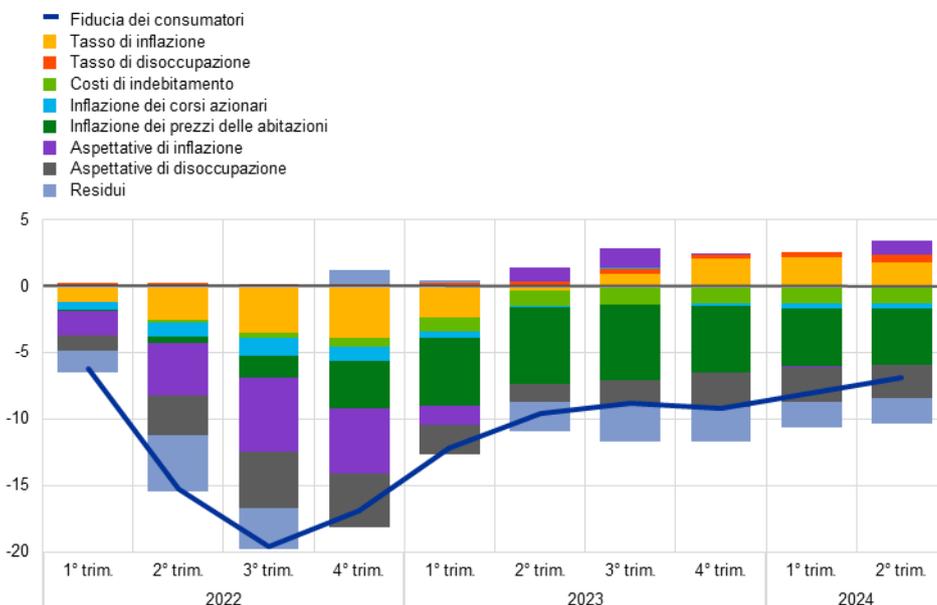
<sup>6</sup> Le aspettative di disoccupazione elevate rispetto al quarto trimestre del 2021 contrastano con i risultati favorevoli del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è diminuito costantemente dal quarto trimestre del 2021 al secondo trimestre del 2024, sostenendo in misura marginale la fiducia dei consumatori in tale periodo. Il tasso di disoccupazione e le aspettative di disoccupazione hanno sostenuto la fiducia dei consumatori nel secondo trimestre del 2024, giacché entrambi si sono collocati al di sotto delle rispettive medie antecedenti la pandemia.

<sup>7</sup> Ciò è sostanzialmente in linea con l'indice di incertezza dei consumatori della Commissione europea, che, sebbene sia diminuito significativamente rispetto al picco raggiunto nel terzo trimestre del 2022, nel secondo trimestre del 2024 si mantiene su livelli maggiori nel confronto con quanto osservato nel quarto trimestre del 2021.

## Grafico B

### Determinanti della fiducia dei consumatori desunte dal modello

(saldo percentuali e contributi in punti percentuali, deviazioni dal 4° trimestre 2021)



Fonti: Commissione europea, Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra i contributi delle variabili in una regressione della fiducia trimestrale dei consumatori su una costante, due ritardi della fiducia dei consumatori e valori contemporanei del tasso di inflazione, del tasso di disoccupazione, di una misura dei costi di indebitamento, della variazione percentuale sui dodici mesi dei corsi azionari, della variazione percentuale sui dodici mesi dei prezzi trimestrali delle abitazioni e delle aspettative di inflazione e disoccupazione delle famiglie per i dodici mesi successivi. Il costo dell'indebitamento è approssimato dal tasso di interesse sui prestiti al consumo. Il modello è stimato usando dati dal primo trimestre del 2024 al secondo trimestre del 2024 e include una variabile dummy per ciascun trimestre del 2020. I dati più recenti si riferiscono al secondo trimestre del 2024, fatta eccezione per il dato dell'inflazione dei prezzi delle abitazioni, la cui previsione per il secondo trimestre del 2024 è ottenuta utilizzando un modello univariato AR(2).

### La fiducia dei consumatori tende a essere fortemente correlata con la crescita dei consumi privati.

Come precedentemente mostrato, il clima di fiducia dei consumatori è influenzato da variabili che sono anche determinanti dei consumi privati; esso riflette pertanto informazioni fondamentali sullo stato attuale e futuro dell'economia<sup>8</sup>. Nel periodo antecedente la pandemia, ad esempio, la fiducia dei consumatori, in generale, era strettamente correlata alla crescita trimestrale dei consumi, soprattutto durante le fasi di rallentamento economico<sup>9</sup>.

### Il fatto che la fiducia dei consumatori rimanga debole suggerisce che i consumi privati miglioreranno solo moderatamente nel breve periodo.

Un modello di equazione "bridge" che collega la fiducia trimestrale dei consumatori alla crescita trimestrale dei consumi privati prevede un lieve aumento della spesa

<sup>8</sup> Un evidente vantaggio dell'indice di fiducia dei consumatori rispetto alle determinanti dei consumi privati è la sua tempestività. Cfr. anche il riquadro 2 *La fiducia dei consumatori è un indicatore di previsione dei consumi?* nel numero 5/2015 di questo Bollettino.

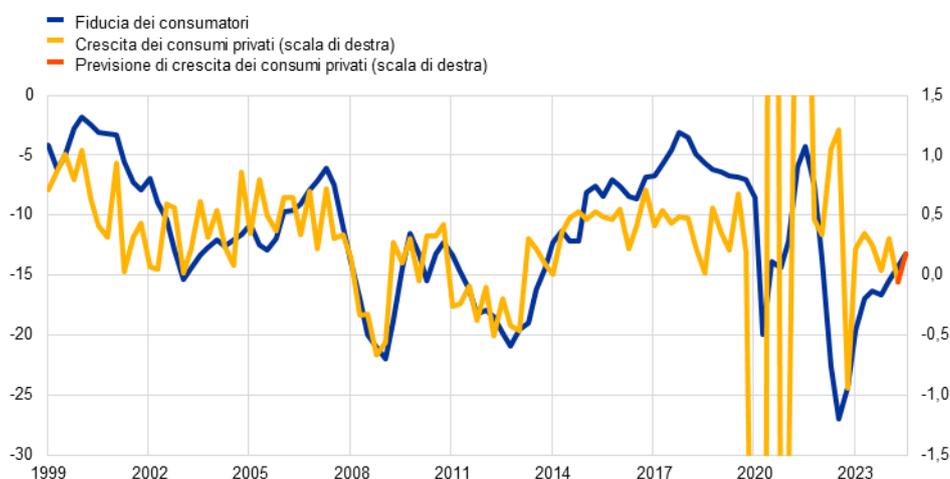
<sup>9</sup> Cfr. inoltre l'articolo 1 *Gli indicatori del clima di fiducia e l'evoluzione economica* nel numero di gennaio 2013 del Bollettino mensile della BCE.

per consumi nel terzo trimestre del 2024 (cfr. il grafico C)<sup>10</sup>. Tuttavia, le prospettive per i consumi privati sono offuscate dall'incertezza circa gli andamenti delle determinanti di fondo della fiducia dei consumatori. In prospettiva, è probabile che la fiducia dei consumatori nell'area dell'euro aumenti ancora, con l'ulteriore calo dell'inflazione, la capacità di tenuta dei mercati del lavoro, che continua a fornire sostegno, e i redditi reali in ripresa; tuttavia, è probabile che gli effetti del recente ciclo di inasprimento della politica monetaria persistano per qualche tempo e l'elevata incertezza sul piano geopolitico ed economico potrebbe attenuare la ripresa.

## Grafico C

### Fiducia dei consumatori e crescita dei consumi privati

(scala di sinistra: saldi percentuali; scala di destra: variazioni percentuali sul trimestre precedente)



Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per la crescita dei consumi privati e ad agosto 2024 per la fiducia dei consumatori. La linea rossa riflette le previsioni di crescita dei consumi privati per il terzo trimestre del 2024 basate su un modello a equazione "bridge" che regredisce la crescita trimestrale dei consumi privati su una costante, sul proprio ritardo e sulla fiducia trimestrale contemporanea dei consumatori, utilizzando i dati dal primo trimestre del 1999 al secondo trimestre del 2024 e includendo una variabile dummy per ciascun trimestre del 2020. Le previsioni per il terzo trimestre del 2024 ipotizzano la fiducia dei consumatori su base trimestrale al livello medio di luglio e agosto.

<sup>10</sup> Una valutazione al di fuori del campione di stima del modello di equazione "bridge" mostra che la capacità predittiva, misurata dalla radice dell'errore quadratico medio, è significativamente peggiorata durante la pandemia, ma è migliorata a partire dagli inizi del 2023. Per quanto riguarda le componenti della fiducia dei consumatori, la valutazione mostra che le aspettative finanziarie delle famiglie erano di poco più strettamente correlate alla crescita dei consumi privati rispetto al clima complessivo di fiducia dei consumatori prima della pandemia, ma le differenze relative tra la capacità predittiva delle componenti sono diventate marginali nel periodo più recente. Nel complesso, tali risultati della valutazione dovrebbero essere interpretati con cautela, data l'esiguità del campione disponibile per il periodo più recente, e aggiornati con gli ultimi dati disponibili. Cfr. anche il riquadro 2 *Il PMI è un indicatore affidabile per le previsioni a brevissimo termine del PIL in termini reali dell'area dell'euro?* nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

## 4 Risultati di un'indagine condotta presso le imprese leader sulle tendenze del mercato del lavoro e sull'adozione dell'IA generativa

a cura di Agostino Consolo, Guzmán González-Torres Fernández, Richard Morris e Christofer Schroeder

**Una recente indagine condotta dalla BCE presso società non finanziarie leader ha esplorato le determinanti di alcune caratteristiche chiave osservate negli ultimi anni nel mercato del lavoro dell'area dell'euro.** Tali caratteristiche includono: una maggiore tendenza da parte delle imprese a segnalare difficoltà nell'assumere personale; un'occupazione elevata e in crescita nonostante la stagnazione dell'attività economica (e la conseguente riduzione della produttività del lavoro); un notevole calo delle ore lavorate medie; un aumento del ricorso al lavoro a distanza. Questa parte dell'indagine ha incluso una serie di affermazioni generali con cui gli intervistati potevano dichiararsi in accordo, in forte accordo, in disaccordo, in forte disaccordo, oppure né in accordo né in disaccordo. Ai partecipanti all'indagine è stato chiesto di adottare una prospettiva di medio termine, confrontando il contesto attuale con quello osservato da cinque a dieci anni fa. In caso di accordo o forte accordo con un'affermazione generale, è stato richiesto altresì di rispondere a una serie di affermazioni di dettaglio relative alle ragioni sottostanti.

**Alle imprese sono stati inoltre rivolti quesiti sull'impiego dell'intelligenza artificiale generativa (IA generativa).** L'IA generativa rappresenta il progresso più recente del rapido sviluppo tecnologico in corso, con il potenziale di incidere profondamente sul mercato del lavoro e sulla produttività. Alle imprese sono stati posti quesiti riguardanti: a) l'eventuale impiego dell'IA a fini operativi; in caso di risposta affermativa, b) da quando; c) la quota di impiegati che utilizzano l'IA generativa a fini lavorativi almeno una volta a settimana; d) le principali motivazioni alla base di tale adozione. L'indagine è stata inviata alle imprese con cui la BCE mantiene contatti regolari nell'ambito della raccolta di informazioni su prospettive di attività, prezzi e occupazione<sup>1</sup>. È stata condotta dalla fine di maggio alla fine di giugno del 2024 e ha ricevuto 46 risposte.

**Tra gli intervistati si è riscontrato un consenso quasi unanime in merito alle maggiori difficoltà di assunzione del personale emerse negli ultimi anni, evidenziando una scarsità di lavoratori con le competenze richieste (cfr. il grafico A).** Più del 90 per cento si è dichiarato in accordo o in forte accordo con l'affermazione secondo cui assumere i lavoratori necessari sia diventato più difficile rispetto a quanto osservato da cinque a dieci anni fa, evidenza che indica carenze di manodopera diffuse. Il 90 per cento di questi intervistati si è mostrato in accordo sulla scarsità di candidati con le competenze richieste, suggerendo una carenza di

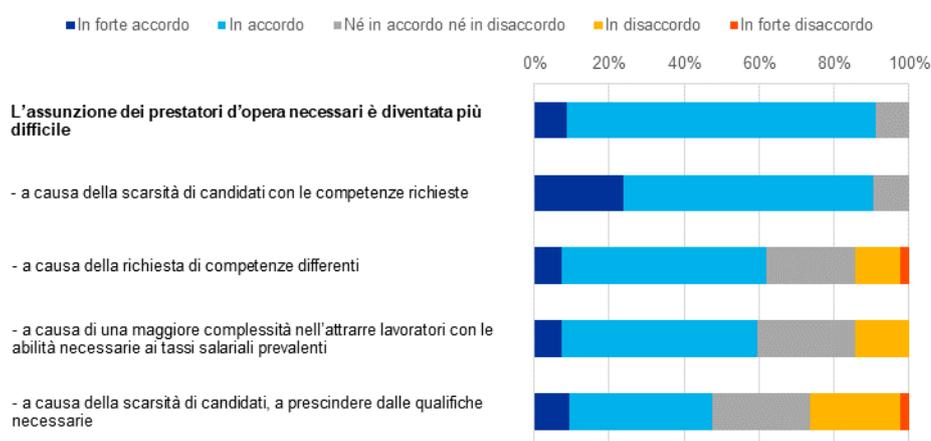
<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sulla natura e le finalità di tali contatti, cfr. l'articolo 1 [L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

manodopera qualificata. Una quota lievemente inferiore, ma significativa (appena al di sotto del 50 per cento), ha segnalato una generale mancanza di candidati, a prescindere dalle qualifiche necessarie. Le imprese a segnalare tale circostanza sono state per lo più quelle attive nei settori dei servizi ad alta intensità di manodopera o con una produzione significativa in Germania. Per quanto riguarda i fattori dal lato della domanda, circa due terzi si sono mostrati in accordo col fatto che la richiesta di competenze differenti abbia aumentato le difficoltà di assunzione, mentre il 60 per cento ha imputato ai tassi salariali prevalenti la maggiore complessità nell'attrarre lavoratori con le abilità necessarie.

## Grafico A

### Sintesi delle risposte relative alla carenza di manodopera

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: le porzioni delle barre orizzontali indicano le percentuali degli intervistati che hanno fornito una delle cinque risposte possibili. A tutti i partecipanti è stato richiesto di rispondere all'affermazione generale in grassetto. In caso di accordo o forte accordo, è stato richiesto altresì di rispondere alle affermazioni più dettagliate sottostanti. Le quote relative a queste ultime affermazioni fanno riferimento al sottoinsieme di intervistati in accordo o in forte accordo con l'affermazione generale.

**Poco più di un terzo dei rispondenti ha affermato che le rispettive imprese sarebbero più inclini a trattenere i dipendenti nel caso di un peggioramento della situazione aziendale; quasi tutti hanno attribuito tale circostanza alle aspettative di un aumento delle difficoltà di assunzione in caso di miglioramento delle condizioni (cfr. il grafico B).** Ciò indica una forte correlazione tra mantenimento dei livelli occupazionali e carenza di manodopera. Ciascuna delle altre affermazioni più dettagliate ha suscitato più disaccordo che accordo, sebbene circa la metà delle imprese maggiormente inclini a trattenere personale si sia mostrata in accordo con la rilevanza di almeno un altro fattore. Circa un terzo ha individuato una determinante nell'aumento dei pensionamenti atteso nel futuro prossimo. Una quota paragonabile ha concordato sul fatto che la recente redditività abbia reso più accessibile il mantenimento dei livelli occupazionali e il 20 per cento circa ha riconosciuto come motivazione la minore crescita dei salari in termini reali. Ciò supporta, anche se limitatamente, le analisi precedenti della rilevanza di tali

fattori per la capacità di tenuta dell'occupazione a partire dalla fine del 2022<sup>2</sup>. Nessun partecipante si è dichiarato in accordo con l'affermazione secondo cui le misure di integrazione salariale adottate dai governi abbiano contribuito a tale fenomeno.

## Grafico B

### Sintesi delle risposte relative al mantenimento dei livelli salariali

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Nota: cfr. le note al grafico A.

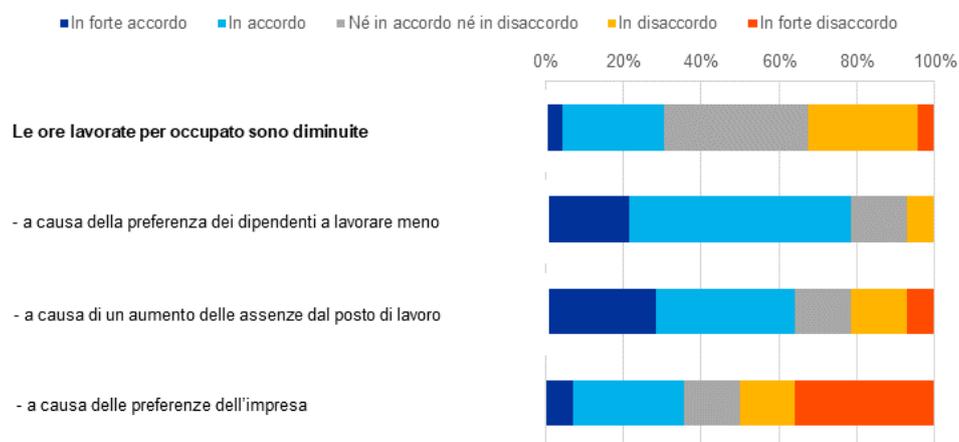
**Tra coloro che si sono dichiarati in accordo con l'avvenuta diminuzione delle ore lavorate per occupato, la ragione ritenuta più importante è stata la preferenza dei dipendenti a lavorare meno (cfr. il grafico C).** L'80 per cento di chi si è dichiarato in accordo con l'aver riscontrato un calo delle ore lavorate ha affermato che ciò è dovuto (almeno in parte) al fatto che i dipendenti preferiscono lavorare meno; due terzi hanno riconosciuto l'aumento delle assenze dal posto di lavoro come uno dei fattori. Per contro, appena un terzo ha segnalato che tale scelta rispecchia le preferenze dell'impresa (mentre più della metà ha espresso disaccordo con tale affermazione più dettagliata e un terzo di questi si è dichiarato in forte disaccordo).

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 3 *L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera* e il riquadro 4 *Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli* nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

## Grafico C

### Sintesi delle risposte relative alle ore lavorate

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

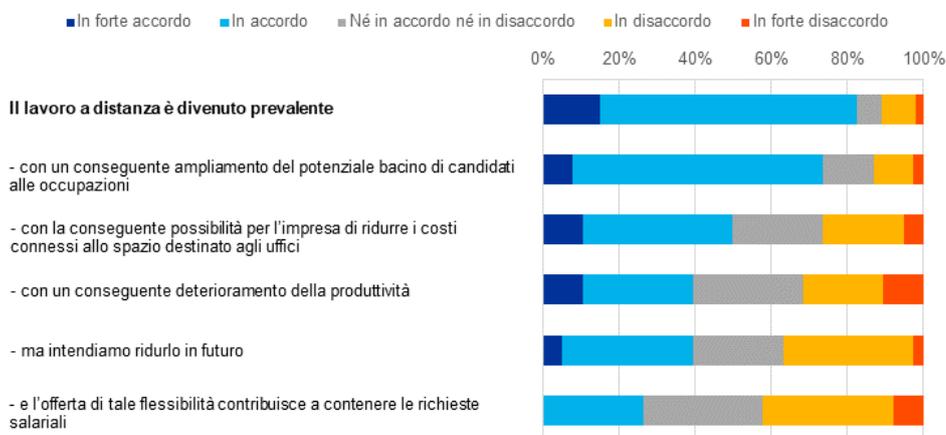
Nota: cfr. le note al grafico A.

**Gli intervistati hanno confermato il diffuso aumento del lavoro a distanza; la maggioranza ha concordato sul conseguente ampliamento del bacino potenziale di candidati alle occupazioni (cfr. il grafico D).** Della quota, lievemente superiore all'80 per cento, che ha dichiarato la maggiore diffusione del lavoro da remoto, tre quarti hanno concordato sul fatto che ciò abbia ampliato il bacino di potenziali candidati ai posti di lavoro. Circa la metà ha affermato che tale fenomeno ha consentito all'impresa di ridurre lo spazio destinato agli uffici e i costi fissi connessi. Per contro, solo un quarto ritiene che avrebbe contribuito a contenere le richieste salariali, mentre quasi la metà si è dichiarato in disaccordo. Circa il 40 per cento ha espresso accordo con l'affermazione secondo cui l'aumento del lavoro a distanza avrebbe danneggiato la produttività (con una quota simile che ha affermato di voler ridurre il lavoro da remoto in futuro), mentre poco più del 30 per cento si è detto in disaccordo.

## Grafico D

### Sintesi delle risposte relative al lavoro a distanza

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Nota: cfr. le note al grafico A.

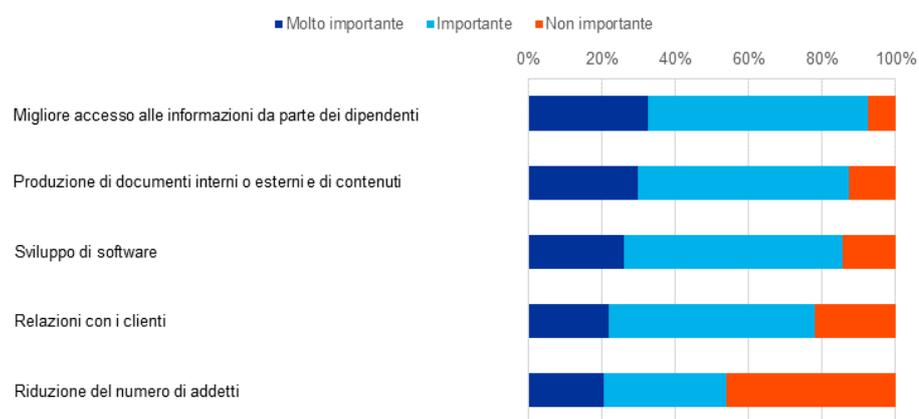
**In merito ai quesiti relativi all'impiego dell'IA generativa, circa tre quarti degli intervistati hanno affermato che le proprie imprese già si avvalgono di tale tecnologia, con motivazioni di vario tipo (cfr. il grafico E).** Tra coloro che già

utilizzano l'IA generativa a fini operativi, la maggior parte ha iniziato in tempi relativamente recenti, con una quota significativa che ha cominciato nel 2023. Circa la metà ha stimato che non più del 10 per cento delle proprie forze di lavoro utilizza l'IA generativa almeno una volta a settimana, mentre appena il 6 per cento colloca al di sopra del 25 per cento la quota di forze di lavoro che impiega tale tecnologia abitualmente. Per quanto concerne le motivazioni principali alla base dell'adozione dell'IA generativa, più del 90 per cento dei partecipanti all'indagine ha ritenuto importante o molto importante il migliore accesso alle informazioni da parte degli impiegati, ponendo tale affermazione al primo posto. Immediatamente successivo per importanza è stato citato l'impiego dell'IA generativa per produrre contenuti, sviluppare software e relazionarsi coi clienti. Circa la metà di chi utilizza la tecnologia concorda sul fatto che la riduzione del numero di addetti sia tra le ragioni importanti. Inoltre, molti intervistati hanno sottolineato la natura ancora sperimentale di tale utilizzo, in quanto le imprese stanno ancora imparando e cercando di individuare i casi d'uso idonei all'aumento della produttività, della qualità e dell'efficienza.

## Grafico E

### Sintesi delle risposte relative alle motivazioni principali alla base dell'adozione dell'IA generativa

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Nota: le porzioni delle barre orizzontali indicano le percentuali degli intervistati che hanno fornito una delle tre risposte possibili.

## 5 Andamenti recenti dei salari e ruolo della componente eccedente i minimi contrattuali

a cura di Colm Bates, Katalin Bodnár e Kathinka Schlieker

**Il monitoraggio della dinamica salariale è un elemento fondamentale dell'approccio della BCE nell'esaminare le prospettive di inflazione.** Ciò riflette l'importante ruolo dei salari nel determinare la dinamica dell'inflazione di fondo, in particolare nella componente dei servizi, che è rimasta persistente. Le prospettive di un'ulteriore disinflazione, contenute nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE, si basano, oltre ad altri fattori, sull'aspettativa di una moderazione della crescita salariale.

**La crescita salariale nell'area dell'euro è stata elevata dalla riapertura successiva alla pandemia, anche di riflesso allo shock inflazionistico causato dalla guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina, ma ora sta mostrando segnali di rallentamento.** Nella valutazione della dinamica salariale nell'area dell'euro un indicatore fondamentale è costituito dalla crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per dipendente. Tale crescita si era progressivamente rafforzata fino a raggiungere l'elevato livello del 5,5 per cento nel secondo trimestre del 2023, ma si è attenuata dapprima al 4,8 per cento nel primo trimestre del 2024 e poi ulteriormente al 4,3 nel secondo, evidenziando una moderazione lievemente più marcata rispetto a quanto previsto nelle proiezioni di settembre dagli esperti della BCE. Anche altre misure salariali, come il costo del lavoro per ora lavorata, mostrano segni di allentamento. Nonostante tale moderazione, i tassi di crescita dei diversi indicatori sono rimasti a livelli elevati, a circa il doppio delle medie storiche (pari a circa il 2,1 per cento per tutti gli indicatori). La media a lungo termine incorpora anche periodi di bassa crescita salariale, pertanto non dovrebbe essere considerata come obiettivo. Analogamente, anche i tassi di incremento si confermano al di sopra della crescita salariale, in modo coerente con l'obiettivo di inflazione del 2 per cento e con una crescita della produttività pari all'1 per cento. Ciò riflette principalmente il forte impatto della compensazione per l'elevata inflazione passata e il corrispondente recupero dei salari reali (cfr. il grafico A). Le differenze tra la crescita del costo del lavoro per dipendente e quella delle retribuzioni contrattuali mettono in evidenza il contributo della componente eccedente i minimi contrattuali alla dinamica salariale<sup>1</sup>.

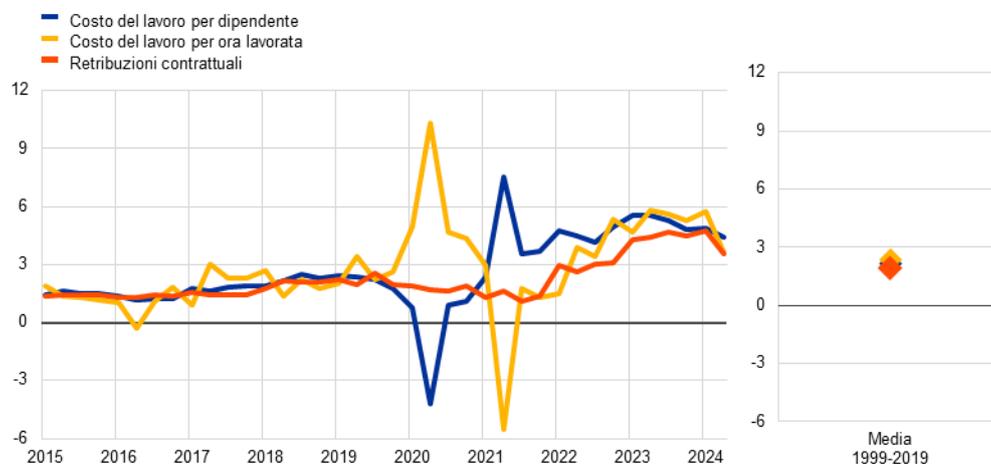
---

<sup>1</sup> Cfr. anche il riquadro 5 *Andamenti recenti dello slittamento salariale nell'area dell'euro* nel numero 8/2018 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro

(tassi di crescita percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

**Per definizione, la componente eccedente i minimi comprende tutti gli elementi dei salari e degli stipendi effettivamente corrisposti per dipendente che non sono coperti dalle retribuzioni contrattuali oggetto di negoziazione collettiva, quali il pagamento di gratifiche individuali e il lavoro straordinario.** La crescita del costo del lavoro per dipendente può essere scomposta in contributi derivanti da salari e stipendi e contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. La crescita di salari e stipendi per dipendente, a sua volta, è costituita dall'incremento delle retribuzioni contrattuali e della componente eccedente i minimi, quest'ultima calcolata come la differenza tra la crescita di salari e stipendi per dipendente e quella delle retribuzioni contrattuali. La serie relativa alle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro rileva l'esito dei processi di contrattazione collettiva in termini di variazioni della retribuzione media o rappresentativa degli occupati nei settori considerati. Comprende anche i pagamenti una tantum, se contemplati nei contratti collettivi. I salari e gli stipendi, tuttavia, presentano altre componenti non coperte dai contratti collettivi, tra cui il pagamento di premi individuali e gli aumenti retributivi dovuti a promozioni, rilevate dalla crescita effettiva di salari e stipendi per dipendente e, di conseguenza, dalla componente eccedente i minimi. A livello aggregato, la crescita della componente eccedente i minimi contrattuali riflette inoltre altri elementi, quali ad esempio la differenza tra la crescita delle retribuzioni stabilite da accordi individuali rispetto a quelle negoziate a livello collettivo, la cui importanza aumenta al diminuire del numero di lavoratori interessati dalla contrattazione collettiva (e viceversa). Infine, poiché le retribuzioni contrattuali riflettono la retribuzione di un dipendente rappresentativo o medio, a tempo pieno, la differenza tra la crescita del costo del lavoro e quella delle retribuzioni contrattuali cattura anche le variazioni nelle ore medie lavorate (ad esempio attraverso il lavoro straordinario o il passaggio da tempo pieno a tempo parziale) che determinano la retribuzione effettiva. Alcuni di questi fattori implicano che la componente eccedente i minimi possa riflettere variazioni a breve termine delle condizioni economiche più rapidamente rispetto alle retribuzioni contrattuali, che sono solitamente fisse per un certo periodo di tempo.

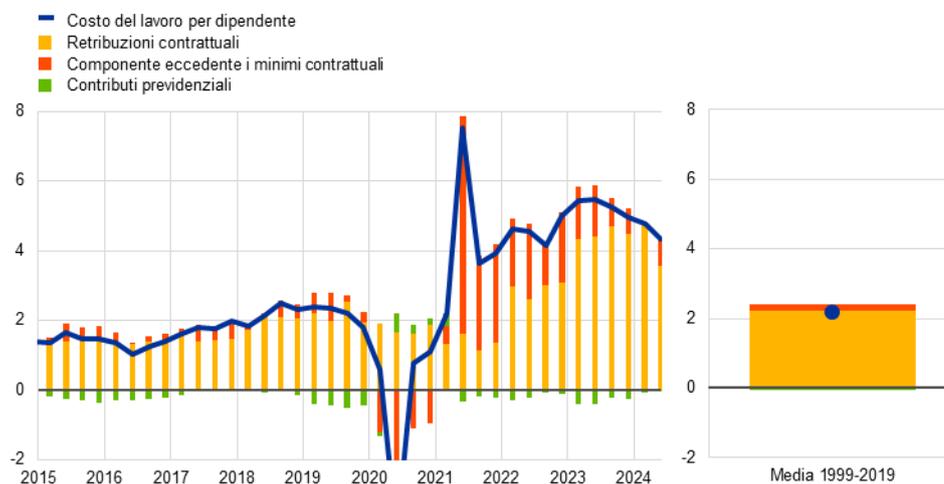
Ciò rende la componente eccedente i minimi un elemento importante nell'analisi della crescita effettiva dei redditi da lavoro dipendente.

**La recente moderazione della crescita del costo del lavoro per dipendente è stata determinata da una riduzione della componente eccedente i minimi contrattuali.** Tale componente è stata una determinante significativa della crescita del costo del lavoro per dipendente a seguito dell'impennata dell'inflazione. Ciò potrebbe riflettere il fatto che la compensazione per tale aumento sia stata applicata più rapidamente nei contratti negoziati individualmente o con anticipo rispetto alla scadenza della rinegoziazione (eventualmente su base volontaria) per i contratti collettivi. Nel 2023 le retribuzioni contrattuali sono diventate più rilevanti nel sostenere le pressioni al rialzo sulla crescita del costo del lavoro per dipendente e hanno continuato a farlo nel secondo trimestre del 2024 (cfr. il grafico B). Questo spostamento di importanza relativa tra i due fattori è in linea con la tesi secondo cui la compensazione dell'inflazione, nel tempo, sia stata "riassegnata" dalle componenti eccedenti i minimi alle retribuzioni contrattuali, sia sotto forma di incrementi del salario di base, sia sotto forma di pagamenti una tantum. Il contributo della componente eccedente i minimi alla crescita del costo del lavoro per dipendente è stato in media di 1,5 punti percentuali nel 2022-2023, ben al di sopra di quello osservato prima della pandemia, con i recenti livelli ancora superiori alla media di tale periodo (0,2 punti percentuali tra il 1999 e il 2019), nonostante una certa volatilità.

### Grafico B

#### Scomposizione della crescita del costo del lavoro per dipendente

(tassi percentuali di crescita sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel pannello di sinistra la scala è stata troncata al ribasso per motivi di leggibilità. Nel secondo trimestre del 2020 il valore della crescita del costo del lavoro per dipendente è stato pari al -4,2 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

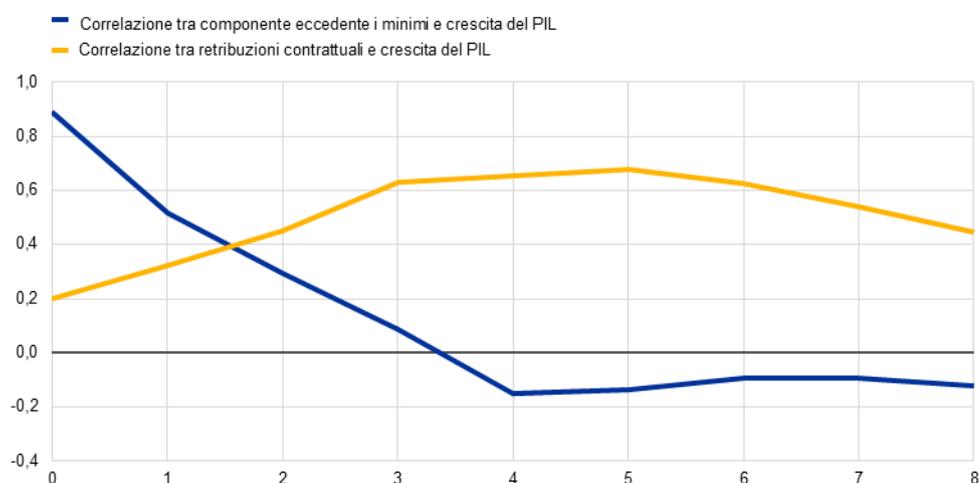
**Il periodo recente è quindi un esempio di come le condizioni economiche si riflettano più rapidamente sulla crescita della componente eccedente i minimi rispetto alla crescita delle retribuzioni contrattuali.** In generale, in un mercato del lavoro caratterizzato da condizioni tese, i datori di lavoro, con l'obiettivo di trattenere e gratificare i propri dipendenti, potrebbero offrire ai lavoratori neoassunti o già

impiegati un livello salariale superiore rispetto a quello stabilito dai principali accordi collettivi, promuovere i lavoratori verso fasce salariali superiori all'interno di livelli salariali accettati a livello di contrattazione collettiva, oppure semplicemente pagare dei premi in aggiunta ai salari stabiliti. Inoltre, i lavoratori non interessati da accordi collettivi potrebbero riuscire a negoziare adeguamenti salariali più rapidamente rispetto ai sindacati, che sono vincolati dalla durata del contratto collettivo. Entrambi questi fattori accrescerebbero lo scostamento tra la crescita del costo del lavoro per dipendente e quella dei salari contrattuali. La probabilità che tutto ciò si verifichi aumenta in una situazione in cui coesistono condizioni tese nei mercati del lavoro e notevoli perdite delle retribuzioni effettive dovute all'inflazione elevata. Tuttavia, quando la crescita delle retribuzioni contrattuali si adegua alla domanda di compensazione dell'inflazione, il contributo della componente eccedente i minimi si riduce, finendo con il determinare variazioni opposte nelle due principali componenti della crescita salariale. La semplice analisi di correlazione cattura questo fenomeno mettendo in evidenza una reazione più rapida della componente eccedente i minimi al ciclo economico rispetto alle retribuzioni contrattuali. Il grafico C mostra che la componente eccedente i minimi ha un'elevata correlazione contemporanea positiva con la crescita del PIL, che in seguito diminuisce, mentre la crescita delle retribuzioni contrattuali reagisce con un ritardo di diversi trimestri.

### Grafico C

#### Correlazione della componente eccedente i minimi e delle retribuzioni contrattuali con la crescita del PIL in termini reali

(coefficiente di correlazione dei tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'asse delle ascisse mostra il numero di trimestri in cui la componente eccedente i minimi e la crescita delle retribuzioni contrattuali sono ritardati rispetto alla crescita del PIL. I calcoli sono basati su dati relativi al periodo compreso tra il 1999 e il secondo trimestre del 2024. I risultati non cambiano sostanzialmente se si considera solo il periodo precedente la pandemia (dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2019).

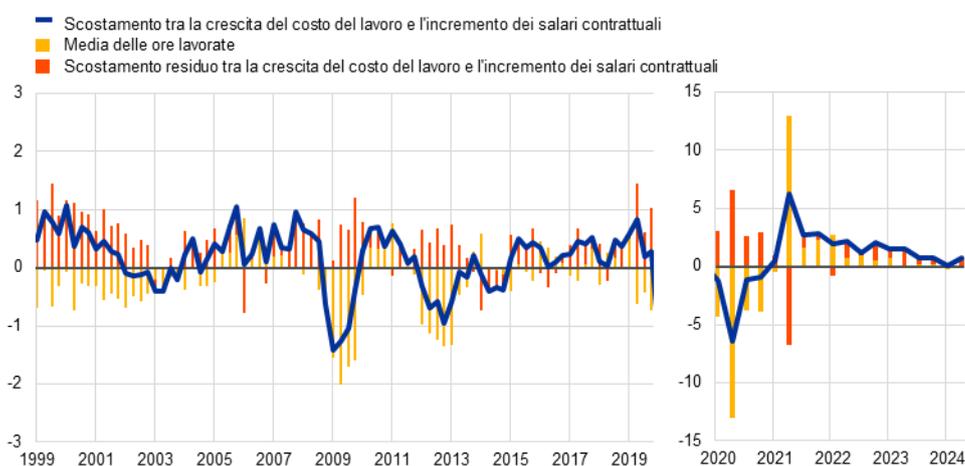
**Un canale attraverso il quale il ciclo economico influisce sullo scostamento tra crescita del costo del lavoro per dipendente e crescita delle retribuzioni contrattuali è la media delle ore lavorate.** Quando le imprese registrano un aumento della domanda, la risposta iniziale consiste normalmente nel chiedere ai dipendenti di lavorare più ore. Lo straordinario retribuito si riflette quindi sulla componente retributiva eccedente i minimi. Tuttavia, il forte contributo della media

delle ore lavorate allo scostamento tra crescita del costo del lavoro per dipendente e crescita delle retribuzioni contrattuali nel periodo immediatamente successivo alla pandemia non è da ricondurre a questo effetto ciclico, bensì alla ripresa della media delle ore lavorate dovuta al calo nell'utilizzo delle misure di integrazione salariale (cfr. il grafico D). Tale effetto si è moderato di recente, contribuendo ad attenuare lo scostamento tra crescita del costo del lavoro per dipendente e quella delle retribuzioni contrattuali. Tuttavia, la differenza tra il contributo alla crescita della componente eccedente i minimi e l'aumento della media delle ore lavorate è stata lievemente più ampia anche di recente, evidenziando il ruolo della compensazione dell'inflazione.

### Grafico D

Scomposizione dello scostamento tra la crescita del costo del lavoro e l'incremento dei salari contrattuali in crescita della media delle ore lavorate e altri fattori

(crescita percentuale sui dodici mesi e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

**Nell'interpretare gli andamenti della componente di crescita del costo del lavoro eccedente la dinamica contrattuale è necessario tenere presenti anche alcuni fattori tecnici.** Le retribuzioni e i salari medi, e di conseguenza le componenti eccedenti i minimi, possono variare quando i settori o i livelli di competenze sono associati a livelli retributivi diversi e la composizione dell'occupazione in queste categorie sta cambiando. Ad esempio, durante la

pandemia l'occupazione nei settori legati al turismo, che tipicamente presentano livelli salariali relativamente bassi, ha subito un impatto negativo ed è probabile che ciò abbia avuto un impatto al rialzo sulla crescita del costo del lavoro per dipendente, che si è riflesso in seguito nella dinamica della componente eccedente i minimi contrattuali, rendendola in qualche misura anticiclica e compensando parzialmente altri fattori prociclici. Inoltre, il calcolo dello scostamento tra la crescita del costo del lavoro per dipendente e la crescita dei salari contrattuali si basa sulla differenza tra due indicatori con copertura geografica diversa: le serie relative alle retribuzioni contrattuali sono aggregate a partire da dati nazionali non armonizzati e non coprono tutti i paesi dell'area dell'euro, mentre i costi del lavoro per dipendente sono ricavati

dal Sistema europeo dei conti, che copre tutti i paesi in modo armonizzato<sup>2</sup>. A causa di questa differenza di copertura, lo scostamento tra i due tassi di crescita include una certa distorsione a livello di aggregazione, dovuta, ad esempio, al fatto che gli Stati baltici non dispongono di dati sulle retribuzioni contrattuali a livello collettivo, ma la cui crescita del costo del lavoro per dipendente è stata molto elevata<sup>3</sup>. Tale distorsione è normalmente molto contenuta, ma è stata leggermente maggiore negli ultimi trimestri (0,2 punti percentuali in media tra il primo trimestre del 2022 e il secondo trimestre del 2024) rispetto al periodo precedente la pandemia (0,1 punti percentuali tra il 1999 e il 2019). Infine, come già discusso in precedenza, l'effetto che le misure di integrazione salariale adottate durante la pandemia hanno avuto sul costo del lavoro per dipendente si è riflesso principalmente sulla crescita della componente eccedente i minimi, in quanto le retribuzioni contrattuali non hanno risentito di tali distorsioni<sup>4</sup>.

**In sintesi, la crescita del costo del lavoro per dipendente può essere suddivisa sostanzialmente in crescita delle retribuzioni contrattuali e contributo della componente eccedente i minimi, con quest'ultimo che precede la prima nel corso del ciclo economico.** Sebbene l'area dell'euro continui a registrare livelli di crescita del costo del lavoro per dipendente storicamente elevati, siamo ora in un momento del processo di disinflazione in cui si allentano le pressioni al rialzo derivanti dalle componenti eccedenti i salari contrattuali. Al contrario, poiché la compensazione per l'inflazione è sempre più incorporata nelle contrattazioni salariali collettive, la forte crescita delle retribuzioni contrattuali ha sostenuto gli attuali livelli di crescita del costo del lavoro per dipendente. Essendo passata la fase di impennata dell'inflazione, potrebbe verificarsi un lieve recupero dei salari reali, ma è probabile che le pressioni al rialzo sulla crescita delle retribuzioni contrattuali si attenuino.

---

<sup>2</sup> Le serie relative alle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro sono compilate dalla BCE sulla base di nove paesi (Austria, Belgio, Germania, Spagna, Finlandia, Francia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo) e coprono circa il 94 per cento dei redditi da lavoro dipendente dell'area.

<sup>3</sup> Sebbene nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro la maggioranza dei lavoratori sia coperta da accordi salariali collettivi settoriali, in alcuni paesi invece è coperta dalla contrattazione a livello di impresa. Cfr. anche Górnicka, L. e Koester, G. (a cura di), "[A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, n. 338, BCE, febbraio 2024.

<sup>4</sup> Anche le revisioni della crescita dei costi del lavoro per dipendente si riflettono principalmente sulla componente eccedente i minimi, poiché i dati sulla crescita delle retribuzioni contrattuali sono rivisti in misura minore.

## 6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 17 aprile al 23 luglio 2024

a cura di Samuel Bieber e Christian Lizarazo

**Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2024.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato il periodo dal 17 aprile al 23 luglio 2024 (“periodo di riferimento”).

**La liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel periodo di riferimento, collocandosi a 3.176,5 miliardi di euro.** Il calo è stato determinato dalla scadenza dell'ottava operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III.8) e dai rimborsi anticipati da parte delle banche, il 26 giugno 2024, di fondi ottenuti mediante altre OMRLT-III. Anche l'offerta di liquidità è diminuita, a causa delle minori consistenze detenute nell'ambito dei programmi di acquisto di attività (PAA) a seguito della sospensione dei reinvestimenti nell'ambito del programma agli inizi di luglio 2023. Anche le consistenze detenute nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) hanno cominciato a diminuire dall'inizio di luglio e il capitale rimborsato sui titoli in scadenza è attualmente reinvestito solo in parte. La minore offerta di liquidità è stata parzialmente controbilanciata dalla protratta flessione dei fattori autonomi netti.

### Fabbisogno di liquidità

**Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 47,1 miliardi di euro, scendendo a 1.484,0 miliardi.** Ciò è quasi interamente imputabile a una flessione, pari a 47,2 miliardi di euro, dei fattori autonomi netti che hanno raggiunto 1.322,5 miliardi (cfr. la sezione “Altre informazioni basate sulla liquidità” della tavola A), determinata da un aumento dei fattori autonomi di immissione della liquidità che non è stato interamente compensato dall'incremento dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità. Le riserve obbligatorie minime hanno registrato un lieve incremento, pari a 0,1 miliardi di euro, collocandosi a 161,6 miliardi.

**Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 20,8 miliardi di euro, raggiungendo 2.640,6 miliardi, principalmente a causa di un incremento degli altri fattori autonomi.**

In media, gli altri fattori autonomi netti sono aumentati di 47,5 miliardi di euro, principalmente a seguito di un incremento dei conti di rivalutazione, pari a 66,4 miliardi di euro, connesso al rincaro dell'oro, i cui effetti sulla liquidità sono stati ampiamente controbilanciati dall'aumento delle attività nette sull'estero. Pertanto,

i depositi delle amministrazioni pubbliche, che nel periodo di riferimento sono diminuiti in media di 36,9 miliardi di euro, collocandosi a 117,7 miliardi (cfr. la sezione “Altre informazioni basate sulla liquidità” della tavola A), sono stati la principale determinante del calo dei fattori autonomi netti. Il calo riflette la perdurante normalizzazione del volume complessivo dei depositi detenuti dalle tesorerie nazionali presso l'Eurosistema, favorita anche dalle modifiche alla remunerazione entrate in vigore il 1° maggio 2023 e successivamente confermate dal Consiglio direttivo il 16 aprile 2024 (cfr. il numero 4/2024 di questo Bollettino). Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è aumentato di 10,3 miliardi di euro, salendo a 1.554,9 miliardi. La domanda di banconote si è stabilizzata su livelli inferiori dopo aver raggiunto, a luglio 2022, un massimo di poco superiore a 1.600 miliardi di euro.

**I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 68,3 miliardi di euro, collocandosi a 1.318,6 miliardi, principalmente per effetto di un incremento delle attività nette sull'estero pari a 65,8 miliardi di euro.**

L'incremento delle attività nette sull'estero è stato determinato da un aumento medio del valore delle riserve auree, pari a 61,4 miliardi di euro, riconducibile all'aumento del prezzo dell'oro. Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono lievemente aumentate, di 2,5 miliardi di euro.

**Tavola A**  
Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

**Passività**

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 17 aprile - 23 luglio 2024						Periodo di riferimento precedente: 31 gennaio - 16 aprile 2024	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 17 aprile - 11 giugno 2024		Quarto periodo di mantenimento: 12 giugno - 23 luglio 2024		Primo e secondo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di assorbimento della liquidità</b>	2.640,6	(+20,8)	2.632,4	(+14,1)	2.651,5	(+19,1)	2.619,7	(-33,7)
Banconote in circolazione	1.554,9	(+10,3)	1.551,5	(+5,2)	1.559,5	(+8,0)	1.544,6	(-9,1)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>2)</sup></b>	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	3.170,8	(-250,6)	3.214,0	(-124,0)	3.113,2	(-100,7)	3.421,3	(-99,1)
<b>Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

1) Calcolati come somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.

2) Voci per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e non dovrebbero quindi essere incluse nel calcolo delle passività totali.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 17 aprile - 23 luglio 2024						Periodo di riferimento precedente: 31 gennaio - 16 aprile 2024	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 17 aprile - 11 giugno 2024		Quarto periodo di mantenimento: 12 giugno - 23 luglio 2024		Primo e secondo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di immissione della liquidità</b>	1.318,6	(+68,3)	1.311,3	(+39,1)	1.328,3	(+17,1)	1.250,3	(+64,1)
Attività nette sull'estero	1.045,4	(+65,8)	1.031,7	(+36,2)	1.063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
Attività nette denominate in euro	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Operazioni di mercato aperto	4.660,5	(-299,0)	4.702,3	(-150,3)	4.604,9	(-97,4)	4.959,5	(-199,9)
Operazioni di credito	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
ORP	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
ORLT a tre mesi	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
OMRLT-III	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Portafogli definitivi <sup>1)</sup>	4.526,5	(-99,0)	4.550,7	(-49,7)	4.494,3	(-56,5)	4.625,5	(-76,5)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali, per ORLT le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e per OMRLT-III la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

1) Con l'interruzione degli acquisti netti di attività, la scomposizione individuale dei portafogli definitivi non è più riportata.

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 17 aprile - 23 luglio 2024						Periodo di riferimento precedente: 31 gennaio - 16 aprile 2024	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 17 aprile - 11 giugno 2024		Quarto periodo di mantenimento: 12 giugno - 23 luglio 2024		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup>	1.484,0	(-47,1)	1.482,9	(-25,1)	1.485,5	(+2,6)	1.531,2	(-99,7)
Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>	1.322,5	(-47,2)	1.321,6	(-24,8)	1.323,6	(+1,9)	1.369,7	(-98,0)
Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>	3.176,5	(-251,8)	3.219,3	(-125,3)	3.119,4	(-100,0)	3.428,3	(-100,2)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

1) Calcolato come somma di fattori autonomi netti e riserve obbligatorie minime.

2) Calcolati come differenza tra fattori autonomi di liquidità dal lato delle passività e fattori autonomi di liquidità dal lato delle attività. In questa tavola anche le voci in via di definizione sono aggiunte ai fattori autonomi netti.

3) Calcolata come somma tra la disponibilità dei conti correnti in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale al netto dell'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale.

## Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 17 aprile - 23 luglio 2024				Periodo di riferimento precedente: 31 gennaio - 16 aprile 2024			
	Terzo periodo di mantenimento: 17 aprile - 11 giugno 2024		Quarto periodo di mantenimento: 12 giugno - 23 luglio 2024		Primo periodo di mantenimento: 31 gennaio - 12 marzo 2024		Secondo periodo di mantenimento: 13 marzo - 16 aprile 2024	
ORP	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.

Note: le cifre tra parentesi indicano la variazione in punti percentuali rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali e per €STR il tasso a breve termine in euro.

## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 299,0 miliardi di euro, raggiungendo 4.660,5 miliardi (cfr. il grafico A).** La contrazione dell'offerta di liquidità è stata principalmente determinata da un calo delle operazioni di credito e, in misura minore, da una riduzione dei portafogli definitivi.

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 199,9 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 134,0 miliardi.** Ciò riflette in larga misura il calo degli importi in essere delle OMRLT-III dovuto alla scadenza dell'ottava operazione nell'ambito delle OMRLT-III (47,4 miliardi di euro) e ai rimborsi anticipati, il 26 giugno 2024, di altri fondi ottenuti mediante le OMRLT-III (17,1 miliardi di euro). Gli importi medi in essere delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi dell'Eurosistema hanno registrato un lieve incremento, pari a 1,3 miliardi di euro, mentre il volume delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è rimasto sostanzialmente invariato. La limitata partecipazione delle banche a tali operazioni regolari, unitamente alla loro capacità di rimborsare un'ingente quantità di fondi ottenuti mediante le OMRLT senza passare alle operazioni regolari di rifinanziamento, riflette le soddisfacenti posizioni di liquidità degli enti creditizi, in termini aggregati, e la disponibilità di fonti di finanziamento alternative a tassi appetibili.

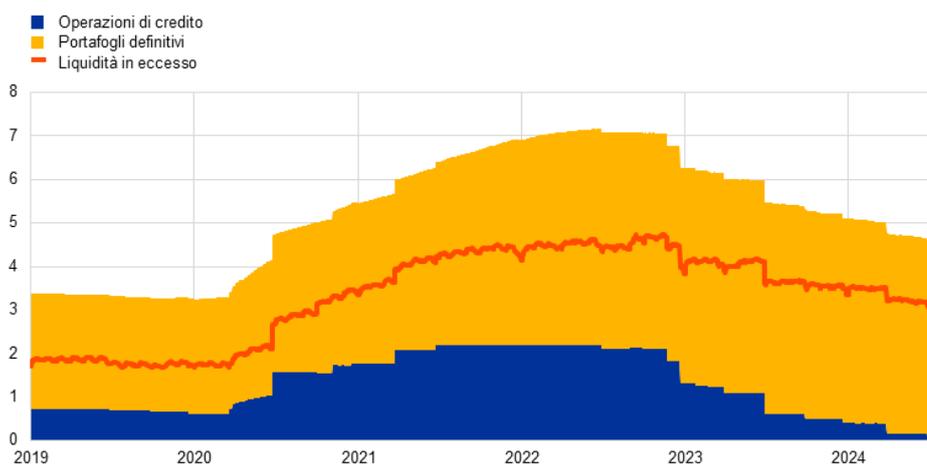
**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 99,0 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 4.526,5 miliardi.** Tale flessione è riconducibile alla sospensione dei reinvestimenti

nell'ambito del PAA, dal 1° luglio 2023 e, in misura minore, ai reinvestimenti parziali nell'ambito del PEPP a partire dal 1 luglio 2024<sup>1,2</sup>.

### Grafico A

Variazioni della liquidità offerta tramite operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 23 luglio 2024.

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è diminuita di 251,8 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 3.176,5 miliardi (cfr. il grafico A).** La liquidità in eccesso è calcolata come somma fra la disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale, al netto dell'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto un massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è diminuita costantemente.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Il Consiglio direttivo ha ridotto di 25 punti base ciascuno dei tre tassi di interesse di riferimento della BCE, con effetto dal 12 giugno 2024.** I tassi sui depositi presso la banca centrale, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento

<sup>1</sup> I titoli detenuti nei portafogli definitivi sono contabilizzati al costo ammortizzato e rivalutati alla fine di ciascun trimestre; ciò ha un impatto anche sulle medie complessive e sulle variazioni di tali portafogli.

<sup>2</sup> A giugno 2024 il Consiglio direttivo ha confermato che nella seconda metà dell'anno la Banca centrale europea reinvestirà solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza detenuti nell'ambito del PEPP e terminerà interamente i reinvestimenti alla fine del 2024.

marginale si sono collocati, rispettivamente, al 3,75, 4,25 e 4,50 per cento alla fine del periodo di riferimento.

**La media dell'€STR ha rispecchiato le riduzioni dei tassi di riferimento, pur mantenendo un differenziale stabile con il tasso della BCE sui depositi presso la banca centrale.** Durante il periodo di riferimento l'€STR si è collocato, in media, 9,0 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, rispetto alla media di 9,3 punti base osservata durante i primi due periodi di mantenimento del 2024.

**La media per l'area dell'euro del tasso dei pronti contro termine, misurata dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index) ha continuato a collocarsi in prossimità del tasso sui depositi presso la banca centrale.**

In media, durante il periodo di riferimento, il tasso dei pronti contro termine si è collocato 4,2 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, rispetto alla media di 4,9 punti base osservata nei primi due periodi di mantenimento del 2024. Ciò riflette l'inversione in atto dei fattori che esercitano pressioni al ribasso sui tassi dei pronti contro termine, quali l'aumento delle emissioni nette dall'inizio dell'anno, lo svincolo delle garanzie movimentate nell'ambito delle OMRLT in scadenza/ripagate e la maggiore disponibilità di titoli pubblici a seguito del calo delle consistenze in essere nell'ambito del PAA e del PEPP.

## Dinamiche della moneta e del credito nell'area dell'euro e confronto con gli Stati Uniti

a cura di Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino e Silvia Scopel

**Il presente riquadro esamina la recente trasmissione della politica monetaria ai volumi della moneta e del credito e ai tassi di interesse nell'area dell'euro e la confronta con quella negli Stati Uniti, evidenziando le principali differenze e analogie durante il periodo della pandemia.** In primo luogo, i tassi di interesse sui depositi hanno raggiunto livelli più elevati nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, nonostante un aumento più contenuto del tasso di riferimento e un punto di partenza inferiore. In secondo luogo, dall'inizio dell'inasprimento della politica monetaria la crescita del credito ha subito una riduzione più netta nell'area dell'euro, probabilmente per effetto di una maggiore domanda e di depositi più abbondanti negli Stati Uniti. In terzo luogo, la moderazione della crescita dell'aggregato monetario ampio statunitense rispetto al picco raggiunto durante la pandemia sembra molto più marcata, in quanto gli acquisti di attività da parte del Federal Reserve System (Fed) degli Stati Uniti nel periodo della pandemia, espressi in termini di PIL, sono stati quasi il doppio di quelli effettuati dall'Eurosistema.

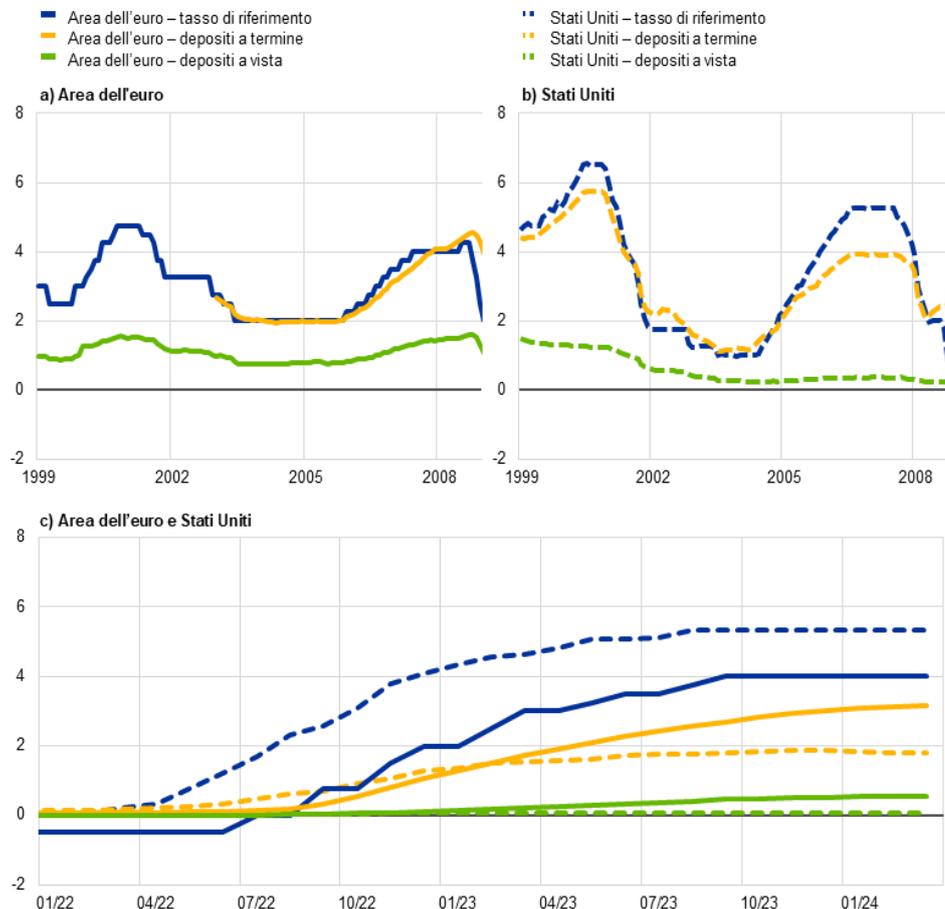
**I tassi di interesse sui depositi della clientela hanno raggiunto livelli più elevati nell'area dell'euro, nonostante un aumento più contenuto del tasso di riferimento e un punto di partenza più basso.** Con l'inasprimento della politica monetaria, i tassi sui depositi sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti<sup>1</sup>. In entrambe le economie, i depositi a termine hanno reagito più rapidamente e in misura più sostenuta rispetto a quelli a vista, come negli anni duemila, quando i tassi di riferimento si collocavano ampiamente in territorio positivo (cfr. i pannelli a) e b) del grafico A). Tuttavia, la trasmissione è stata notevolmente più vigorosa nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Nonostante un tasso di riferimento inferiore (4 per cento nell'area dell'euro rispetto a un intervallo compreso tra il 5,25 e il 5,50 per cento negli Stati Uniti), nel marzo 2024 la remunerazione media ponderata dei depositi a termine a breve scadenza era superiore al 3 per cento nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti non aveva raggiunto il 2 per cento. I depositi a vista mostrano un andamento analogo: leggermente al di sopra dello 0,5 per cento nell'area dell'euro e inferiore allo 0,1 per cento negli Stati Uniti (cfr. il pannello c) del grafico A).

<sup>1</sup> Data la disponibilità di dati comparabili, l'analisi si basa sui tassi di interesse sulle consistenze in essere. Almeno per l'area dell'euro, la dinamica dei tassi di interesse sui depositi in essere è sostanzialmente simile a quella dei depositi di nuova creazione.

## Grafico A

### Tassi di interesse sulle consistenze in essere dei depositi della clientela

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE (statistiche sui tassi di interesse delle IFM, dati ricavati dai mercati finanziari), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Depositi a vista" si riferisce ai depositi overnight per l'area dell'euro e ai depositi con assegni per gli Stati Uniti. La voce "Depositi a termine" si riferisce ai depositi con durata prestabilita fino a due anni nell'area dell'euro e ai certificati di deposito a 12 mesi negli Stati Uniti. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024.

**Dopo aver accumulato un maggior numero di depositi nel corso della pandemia, le banche statunitensi hanno registrato riallocazioni più consistenti a scapito degli stessi durante il ciclo di inasprimento, in parte per effetto dei rendimenti più elevati delle obbligazioni e della concorrenza da parte dei fondi comuni monetari, che tradizionalmente rappresentano una quota maggiore dei portafogli negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.** Durante la pandemia, i depositi a vista sono aumentati in entrambe le economie, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, espansione monetaria e risparmio forzato. Con l'inasprimento della politica monetaria, i rendimenti degli altri strumenti di risparmio sono aumentati ed è iniziata una riallocazione dei fondi a scapito dei depositi più liquidi. Durante il ciclo di inasprimento i depositi liquidi hanno registrato deflussi pari all'11 per cento del PIL negli Stati Uniti, rispetto a meno dell'8 per cento nell'area dell'euro, portando la crescita dell'aggregato monetario ristretto (M1) in territorio marcatamente negativo in entrambe le economie. Il volume dei depositi accumulati prima del ciclo di inasprimento, più evidente negli Stati Uniti che nell'area

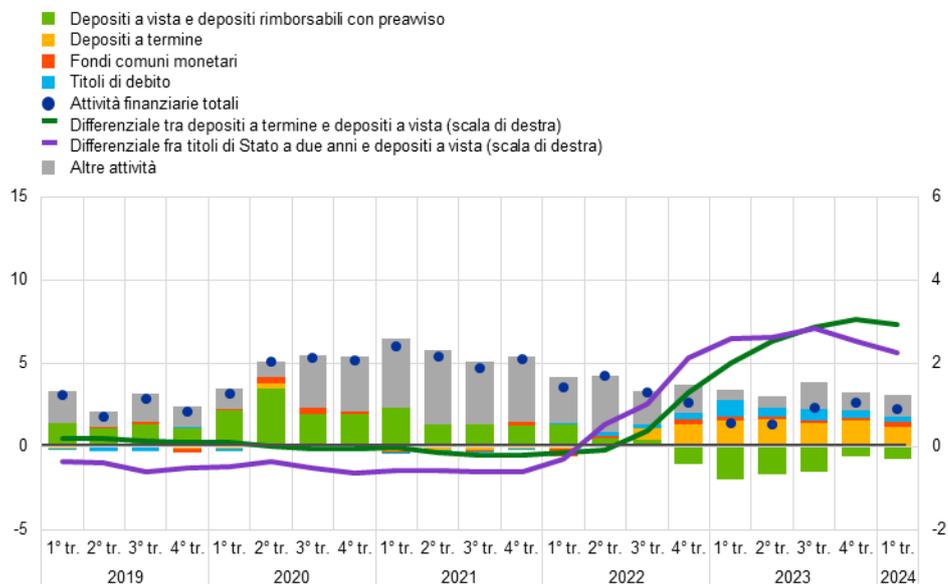
dell'euro, potrebbe aver ridotto, almeno inizialmente, gli incentivi delle banche ad aumentare i tassi sui depositi. Ciò ha probabilmente contribuito a mantenere il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi sui depositi costantemente più ampio negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro a partire dal secondo trimestre del 2022, e a spiegare altresì i maggiori deflussi di depositi negli Stati Uniti (cfr. il grafico B). Di conseguenza, i detentori di moneta statunitense hanno riallocato più fondi verso le obbligazioni (circa il 10 per cento del PIL) rispetto ai depositi a termine (circa l'8 per cento), mentre nell'area dell'euro i depositi a termine hanno ricevuto la maggior parte degli afflussi (quasi il 9 per cento del PIL, a fronte di poco più del 3 per cento riallocato a favore delle obbligazioni). Anche gli afflussi verso i fondi comuni monetari sono stati notevolmente più consistenti negli Stati Uniti (5 per cento del PIL) rispetto all'area dell'euro (1 per cento), sebbene ciò sia in parte riconducibile al periodo di turbolenza che ha caratterizzato il fallimento della Silicon Valley Bank, innescato dai timori relativi alla solvibilità delle banche regionali statunitensi. Circa la metà degli afflussi statunitensi verso i fondi comuni monetari è stata registrata intorno a tale periodo. Più di recente, con la maturazione del ciclo di inasprimento, gli afflussi verso i depositi a termine, le obbligazioni e i fondi comuni monetari hanno segnato una moderazione in entrambe le economie.

## Grafico B

### Ricomposizione dei portafogli

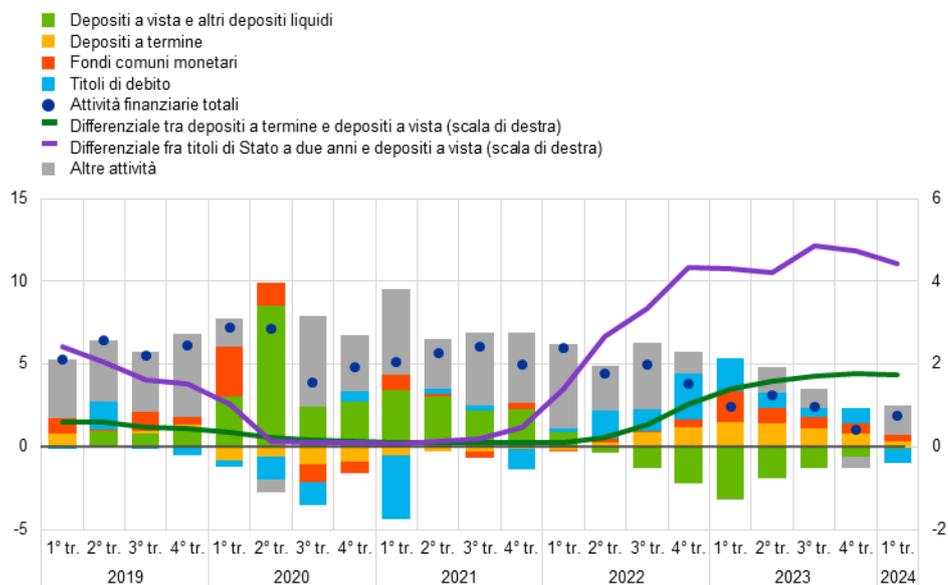
#### a) Area dell'euro

(scala di sinistra: in percentuale del PIL annuo; scala di destra: punti percentuali)



#### b) Stati Uniti

(scala di sinistra: in percentuale del PIL annuo; scala di destra: punti percentuali)



Fonti: per il pannello a), BCE (voci di bilancio delle IFM, conti settoriali trimestrali, statistiche sui tassi di interesse delle IFM, dati ricavati dai mercati finanziari), Eurostat ed elaborazioni della BCE; per il pannello b), dati sui flussi di fondi statunitensi, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, serie di dati IDCM, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

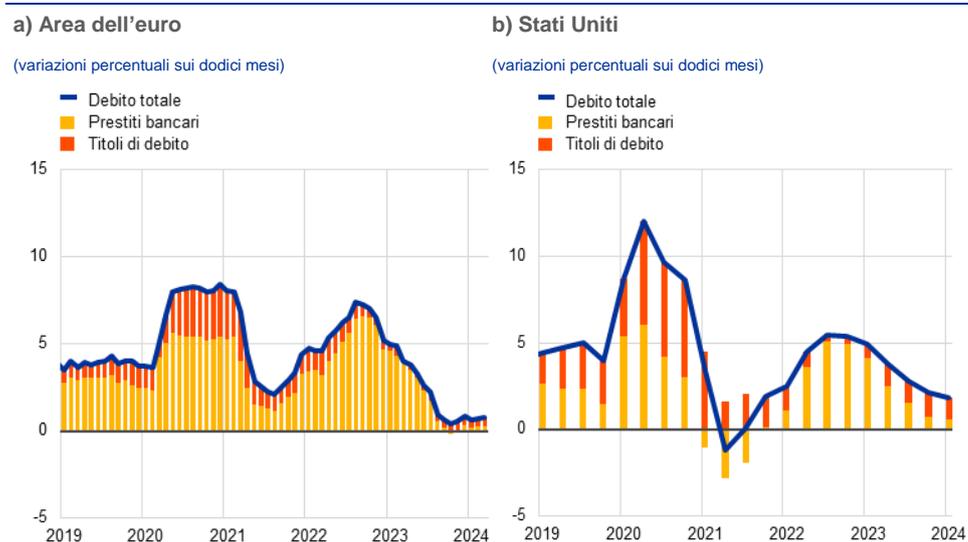
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024.

**Con l'aumento dei tassi di riferimento, il credito alle imprese è diminuito più marcatamente nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, mentre la trasmissione ai tassi sui prestiti è stata simile.** Dopo le ampie oscillazioni della crescita del credito tra il 2020 e il 2021, il finanziamento esterno con ricorso al debito delle imprese ha iniziato a contrarsi subito dopo l'avvio dei cicli di rialzo della BCE e

della Fed. Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito alle imprese (prestiti bancari e obbligazioni societarie) è diminuito maggiormente nell'area dell'euro, passando da un massimo del 7,4 per cento ad agosto 2022 allo 0,7 per cento nell'arco di 12 mesi. Le imprese statunitensi hanno registrato un calo più contenuto, con una diminuzione del tasso di crescita dal massimo del 5,4 per cento, registrato nel terzo trimestre del 2022, al 2,2 per cento nel quarto trimestre del 2023 (cfr. il grafico C). Se si includono i prestiti non bancari, le differenze permangono, pur riducendosi lievemente. Il calo più contenuto della crescita del credito alle imprese statunitensi potrebbe riflettere una maggiore domanda di credito in una economia più resiliente e l'abbondanza ancora maggiore di depositi negli Stati Uniti a seguito dell'allentamento quantitativo più vigoroso in risposta alla pandemia. Inoltre, ciò riflette verosimilmente una trasmissione della politica monetaria ai tassi sui prestiti alle imprese lievemente più debole. Infatti, sebbene la Fed abbia innalzato il tasso di riferimento principale di 525 punti base tra febbraio 2022 e agosto 2023 (75 punti base in più rispetto a quanto non abbia fatto la BCE durante il ciclo di inasprimento), i tassi sui nuovi prestiti alle imprese sono aumentati di circa 3,8 punti percentuali, appena 20 punti base in più rispetto all'area dell'euro (cfr. il grafico D). Il rapporto tra la variazione dei tassi sui prestiti e quella del tasso di riferimento è stato del 72 per cento negli Stati Uniti e leggermente inferiore al 79 per cento nell'area dell'euro. Tuttavia, la variazione dei tassi medi sulle consistenze in essere è stata prossima al 50 per cento dei tassi ufficiali in entrambe le economie. Ciononostante, dati i livelli di partenza più elevati, i tassi sui prestiti sono notevolmente più elevati negli Stati Uniti che nell'area dell'euro.

### Grafico C

#### Credito totale alle imprese esclusi i prestiti non bancari

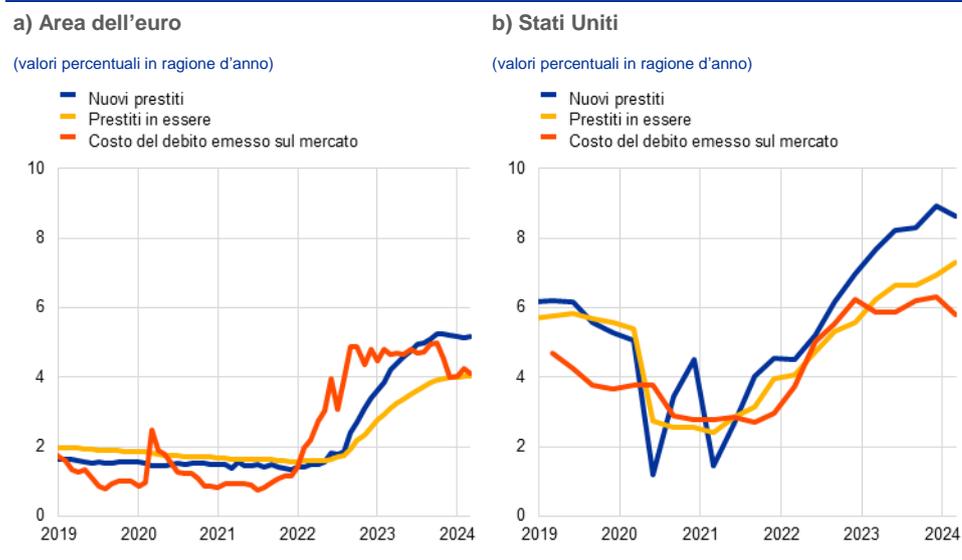


Fonti: dati sui flussi di fondi della BCE e degli Stati Uniti.

Note: nell'area dell'euro i prestiti bancari sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. I dati per l'area dell'euro sono mensili, mentre quelli per gli Stati Uniti sono trimestrali a causa delle diverse frequenze delle fonti. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024 per l'area dell'euro e al primo trimestre del 2024 per gli Stati Uniti.

## Grafico D

### Costo del finanziamento delle imprese mediante ricorso al debito



Fonti: BCE (statistiche sui tassi di interesse delle IFM), Federal Reserve Economic Data, Merrill Lynch, indagine sul credito alle piccole imprese condotta dalla Federal Reserve Bank di Kansas City ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024 per l'area dell'euro e al primo trimestre del 2024 per gli Stati Uniti.

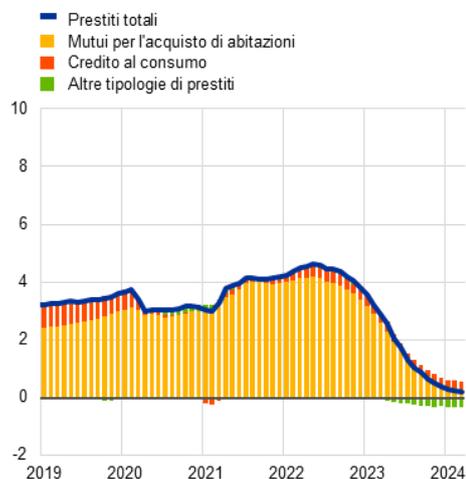
**La dinamica del credito alle famiglie è stata più debole nell'area dell'euro, con un calo della crescita dei mutui ipotecari e una più rapida trasmissione ai tassi sui mutui esistenti, nonostante tassi di interesse sui nuovi prestiti inferiori rispetto agli Stati Uniti.** Nell'area dell'euro il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso dal massimo del 4,6 per cento osservato a maggio 2022 allo 0,2 per cento circa degli ultimi mesi. Gli Stati Uniti hanno registrato una diminuzione più marcata, pari a 5,5 punti percentuali, tra il primo trimestre del 2022 e il quarto trimestre del 2023, ma il calo è iniziato da un livello molto più elevato a causa del massimo storico di emissioni di mutui ipotecari osservato durante la pandemia. Pertanto, il tasso di crescita negli Stati Uniti si è mantenuto al 2,7 per cento alla fine del 2023, grazie a un contributo dei mutui per l'acquisto di abitazioni prossimo al livello precedente la pandemia (cfr. il grafico E). Il tasso sui nuovi mutui ipotecari è aumentato più marcatamente negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. I tassi sui mutui ipotecari statunitensi (mutui a cinque anni a tasso sia variabile sia fisso) sono aumentati di circa 4 punti percentuali, pari a circa il 75 per cento dell'aumento dei tassi di riferimento, a fronte di un aumento di 2,1 punti percentuali del costo composito dell'indebitamento nell'area dell'euro, ossia prossimo al 47 per cento. La trasmissione ai tassi di interesse sulle consistenze in essere è stata, tuttavia, notevolmente più lenta negli Stati Uniti, dove, a causa della maggiore prevalenza dei mutui a tasso fisso, tali tassi sono aumentati di soli 43 punti base, a fronte di 74 punti base nell'area dell'euro (cfr. il grafico F).

## Grafico E

### Prestiti alle famiglie

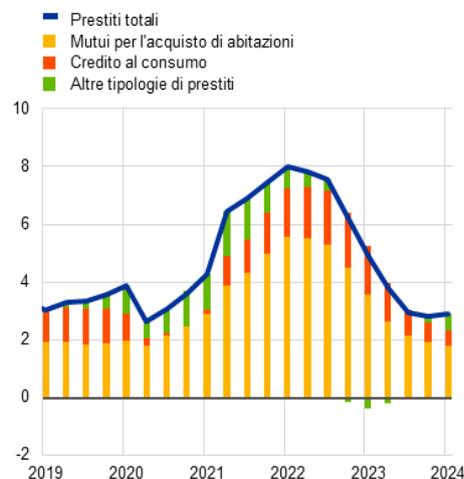
#### a) Area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



#### b) Stati Uniti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: dati sui flussi di fondi della BCE e degli Stati Uniti.

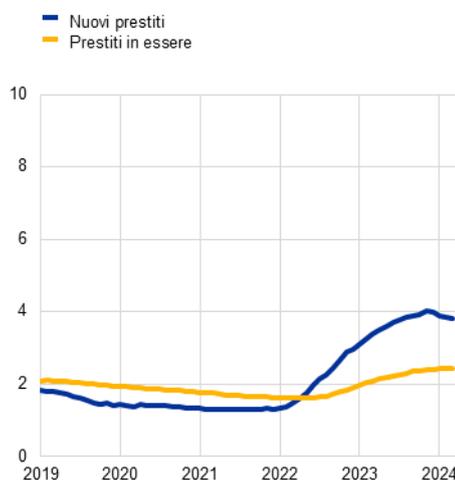
Note: nell'area dell'euro, i prestiti alle famiglie comprendono solo i prestiti bancari, mentre negli Stati Uniti essi comprendono tutti i prestiti. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024 per l'area dell'euro e al primo trimestre del 2024 per gli Stati Uniti.

## Grafico F

### Tassi sui mutui ipotecari

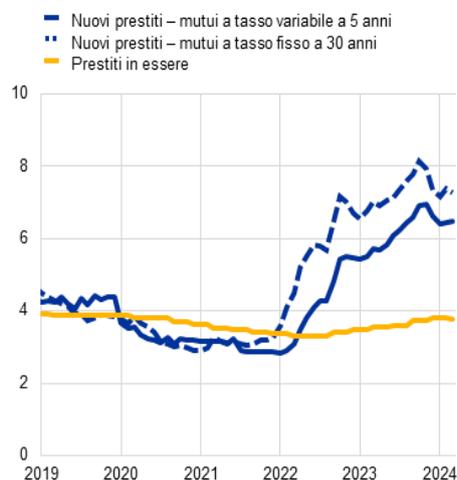
#### a) Area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



#### b) Stati Uniti

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE e Wall Street Journal.

Note: per gli Stati Uniti, un mutuo a tasso variabile a cinque anni è un mutuo con un tasso di interesse che rimane fisso per cinque anni e viene in seguito rideterminato. Un mutuo a tasso fisso a 30 anni è un mutuo con scadenza a 30 anni a tasso fisso per l'intero arco di tempo. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024.

**A tali andamenti ha corrisposto la crescita dell'aggregato monetario ampio, con gli elevati volumi dei depositi statunitensi che riflettono gli acquisti, molto più consistenti, di attività da parte della Fed legati alla pandemia.** Nel periodo immediatamente precedente lo scoppio della pandemia, le dinamiche della crescita dell'aggregato monetario ampio erano simili in entrambe le economie. I principali

aggregati monetari maggiormente comparabili sono M3 nell'area dell'euro e M2 negli Stati Uniti. Sebbene vi siano alcune differenze nell'ambito di applicazione e nella definizione, ciò non dovrebbe incidere sulle principali tendenze prese in esame. La risposta politica all'emergenza pandemica è stata simile in termini qualitativi su entrambe le sponde dell'Atlantico, con il forte sostegno fornito dalla banca centrale mediante acquisti di attività, integrati da misure di allentamento normativo e della politica monetaria volte ad agevolare il flusso del credito all'economia reale. Ciò ha dato un grande impulso alla crescita monetaria. L'entità di tali acquisti (e dell'espansione di bilancio) è stata, tuttavia, molto maggiore negli Stati Uniti (un anno dopo lo scoppio della pandemia ha raggiunto circa il 15 per cento del PIL del 2019, a fronte di meno del 9 per cento nell'area dell'euro). Ciò si è tradotto in una crescita monetaria molto maggiore negli Stati Uniti, che ha raggiunto un massimo del 26,8 per cento rispetto al 12,6 nell'area dell'euro.

**Durante il ciclo di rialzo dei tassi di riferimento, l'indebolimento della creazione di moneta nell'area dell'euro è riconducibile al credito bancario, mentre negli Stati Uniti altre fonti sono state le determinanti iniziali, in un contesto in cui i prestiti bancari hanno contribuito solo successivamente.** Ad agosto 2022, subito dopo il primo aumento dei tassi di riferimento, la crescita di M3 nell'area dell'euro si è collocata intorno al 6 per cento, con il contributo di oltre 4,5 punti percentuali fornito dai prestiti bancari alle imprese e alle famiglie (cfr. il grafico G). Gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema hanno contribuito per oltre 3 punti percentuali, ma sono stati compensati dai deflussi monetari esterni e dalle vendite di titoli di Stato da parte delle banche, entrambi influenzati dagli acquisti dell'Eurosistema. A settembre 2023 il contributo dei prestiti bancari era divenuto pressoché nullo e M3 sui dodici mesi era sceso a circa -1 per cento. Sebbene anche negli Stati Uniti la crescita di M2 sia divenuta negativa durante il ciclo di rialzo, le contropartite diverse dai prestiti (vale a dire gli acquisti di titoli da parte delle banche, gli afflussi monetari esterni, il finanziamento bancario all'ingrosso e l'inasprimento quantitativo) hanno svolto un ruolo preponderante. Solo a partire da marzo 2023 i prestiti bancari negli Stati Uniti hanno iniziato a contribuire in misura minore alla crescita di M2 sui dodici mesi.

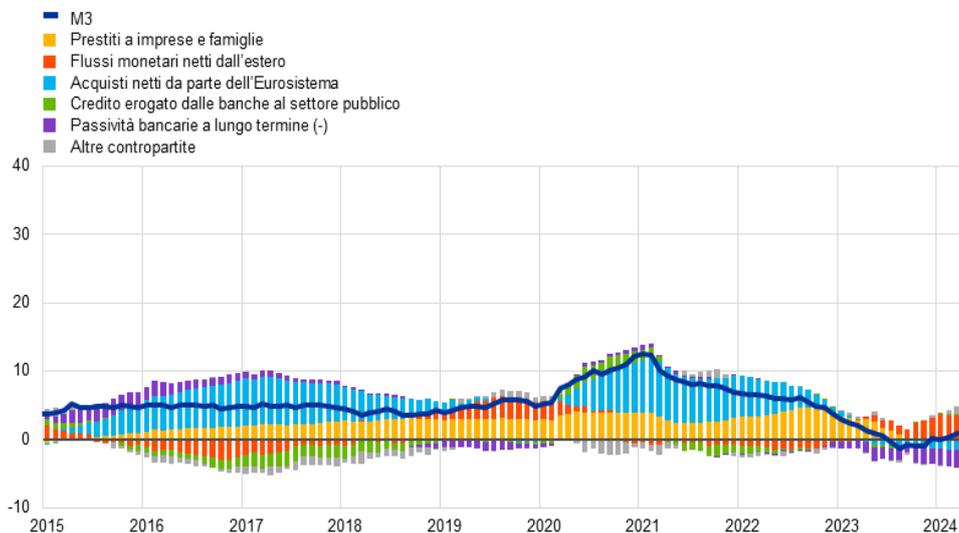
**La moderata inversione di tendenza nella crescita di M2 negli Stati Uniti riflette il calo della raccolta bancaria all'ingrosso e, in misura minore, gli acquisti di obbligazioni da parte delle banche e i flussi esteri, mentre gli afflussi esteri sono il principale fattore all'origine dell'inversione di tendenza nella crescita di M3 nell'area dell'euro.** La crescita di M2 negli Stati Uniti ha raggiunto il minimo del -4,5 per cento ad aprile 2023, frenata dall'inasprimento quantitativo della Fed e da tutte le altre fonti di creazione di moneta, ad eccezione del credito bancario. Da allora, la riduzione del portafoglio titoli della Fed ha rafforzato l'effetto di contrazione dell'inasprimento quantitativo, ma altre contropartite, ad eccezione di quelle dei prestiti bancari, hanno riportato la crescita di M2 verso lo zero. Mentre i flussi esteri netti statunitensi sono stati sostenuti dagli investimenti di portafoglio come nell'area dell'euro, il persistente disavanzo di conto corrente negli Stati Uniti ha frenato gli afflussi monetari complessivi dall'estero.

## Grafico G

### Fonti di creazione della moneta

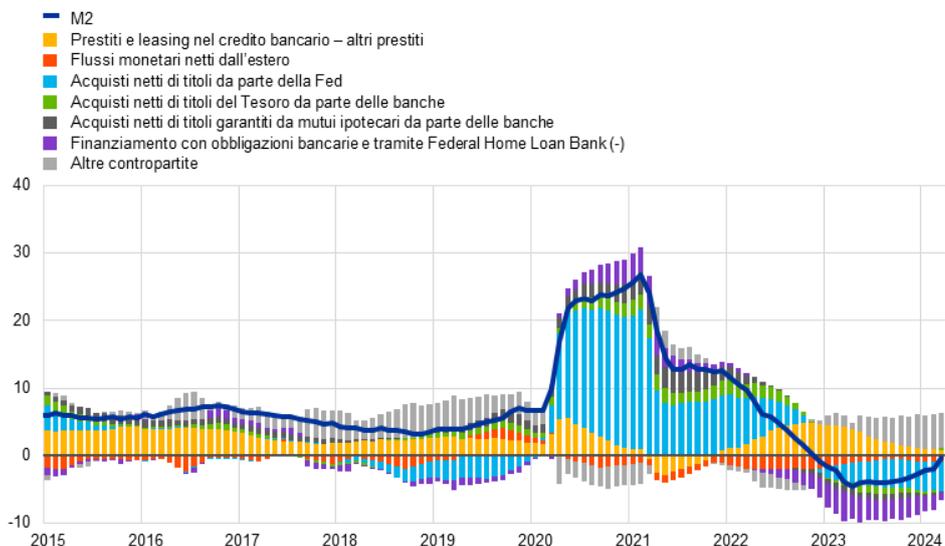
#### a) Area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



#### b) Stati Uniti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: per il pannello a), BCE (voci di bilancio delle IFM) ed elaborazioni della BCE; per il pannello b), Federal Reserve Board/Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello b) i "Flussi monetari netti dall'estero" (gli scambi tra le istituzioni diverse dalle IFM e il resto del mondo) sono ottenuti sottraendo dalla bilancia dei pagamenti statunitense il contributo degli istituti di deposito e della banca centrale (ove disponibile). Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024.

# Articoli

## 1 Sfide passate e future per la concorrenza esterna dell'area dell'euro

a cura di Michael Fidora e Vanessa Gunnella

### 1 Introduzione

**A partire dalla pandemia gli esportatori dell'area dell'euro hanno vissuto un periodo difficile e hanno perso competitività nell'interscambio mondiale.**

Negli ultimi vent'anni l'area dell'euro ha visto una riduzione graduale della propria quota di mercato nel commercio internazionale. Tale tendenza al ribasso non è limitata esclusivamente all'area dell'euro: anche altre economie avanzate hanno perso quote di mercato, mentre cresce l'integrazione delle economie emergenti nell'interscambio mondiale. Sebbene una riduzione delle quote di mercato non rappresenti necessariamente un calo di competitività, la rilevanza commerciale dell'area dell'euro è diminuita più velocemente e bruscamente rispetto ad altre regioni a partire dalla pandemia, lasciando pensare che l'area stia affrontando delle sfide particolarmente difficili per la propria concorrenza esterna.

**Il presente articolo analizza le tendenze di lungo periodo che negli ultimi due decenni hanno contribuito alla riduzione della quota di mercato dell'area e mette in relazione i cali più recenti con una serie di shock mondiali che hanno avuto un effetto asimmetrico sulla regione, evidenziandone le rilevanti vulnerabilità in termini di concorrenza esterna.**

L'articolo descrive le tendenze di più lungo termine dell'andamento relativo delle esportazioni dell'area dell'euro, prima di occuparsi delle determinanti della debolezza che lo ha caratterizzato a partire dalla pandemia. Tali fattori comprendono lo shock energetico a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, interruzioni di forniture, altre circostanze che hanno inciso sulla competitività di prezzo e non, nonché il ruolo dell'interscambio di servizi dall'emergenza sanitaria in poi. L'articolo trae le conclusioni evidenziando alcune sfide future, legate alla persistenza dello shock energetico, ai rischi associati alla frammentazione geo-economica e alla trasformazione strutturale in corso delle economie europee e mondiali.

### 2 Tendenze di più lungo periodo dell'andamento relativo delle esportazioni dell'area dell'euro

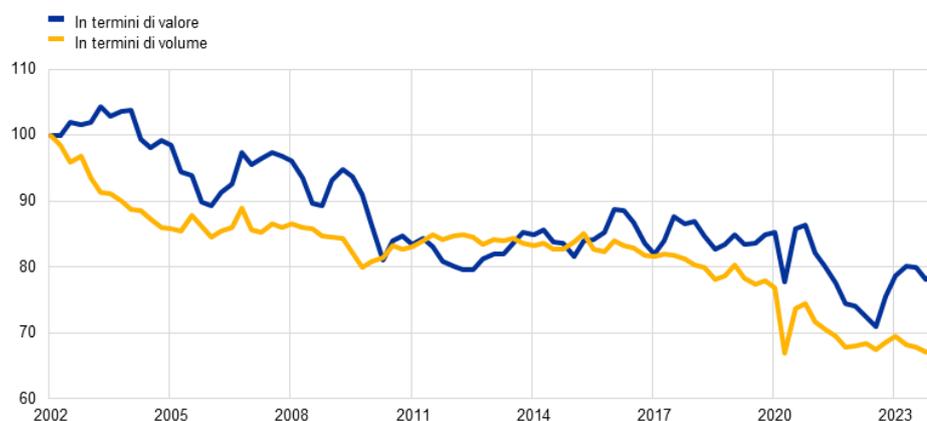
**Negli ultimi due decenni l'area dell'euro ha gradualmente perso quota di mercato nelle esportazioni mondiali di manufatti.** La quota dell'area dell'euro nelle esportazioni di beni in volume a livello mondiale ha seguito una tendenza discendente, al pari di quella di altre economie avanzate (cfr. il grafico 1). Ciò è

riconducibile per lo più alla crescente integrazione delle principali economie emergenti, quali la Cina, nell'economia internazionale. La riduzione della quota di mercato è stata, comunque, meno pronunciata in termini di valore; in realtà le quote si sono stabilizzate dopo il 2012, in ragione dell'aumento dei prezzi all'esportazione dei beni dell'area venduti sui segmenti di mercato più costosi. Tuttavia, negli ultimi quattro anni si è assistito a nuove diminuzioni della quota di mercato dell'area dell'euro<sup>1</sup>.

### Grafico 1

#### Quote di mercato delle esportazioni di beni dell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2002=100)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, BCE, *World Economic Outlook* dell'FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le quote di mercato delle esportazioni sono calcolate in termini di valore e di volume. Le quote di mercato delle esportazioni in termini di valore sono calcolate dividendo il valore delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro per il valore delle importazioni mondiali esclusa l'area. Analogamente, le quote di mercato delle esportazioni in termini di volume sono calcolate dividendo il volume delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro per il volume delle importazioni mondiali esclusa l'area.

**L'andamento della quota di mercato dell'area dell'euro ne rispecchia il posizionamento e la specializzazione nei mercati chiave in termini geografici, oltre a riflettere altri fattori che ne influenzano la competitività.** La quota di mercato delle esportazioni mondiali di un'economia in genere aumenta se tale economia ha stabilito legami forti con partner commerciali che stanno crescendo velocemente e la cui performance supera quella a livello mondiale, oppure se essa ha acquisito potere di mercato in segmenti di prodotti per i quali la domanda di importazioni a livello mondiale si sta ampliando più velocemente rispetto alla media delle importazioni mondiali. A tale riguardo, con un'analisi di tipo "shift-share" si ottiene un sistema di riferimento per suddividere le variazioni della quota di mercato totale in base alle cause, quali: a) la crescita dei paesi destinatari (effetto geografico), b) la crescita di mercati di prodotti specifici (effetto settoriale), c) altri

<sup>1</sup> Si raccomanda cautela nell'interpretazione delle tendenze di lungo periodo delle quote di mercato delle esportazioni in termini di volume. I volumi di esportazioni dell'area dell'euro e di importazioni mondiali non sono pienamente coerenti, giacché ogni istituto di statistica si avvale di metodologie specifiche per deflazionare i dati ed eliminare i valori anomali. Tali metodologie potrebbero differire in termini di individuazione e sostituzione delle anomalie, nonché di aggiustamenti qualitativi.

fattori che rilevano delle variazioni della competitività, di prezzo e non, degli esportatori (effetto della performance)<sup>2</sup>.

### **Prima della pandemia gli esportatori dell'area dell'euro beneficiavano della crescita dei loro principali partner commerciali e segmenti di prodotti.**

Nei due decenni precedenti l'emergenza sanitaria gli effetti geografico e settoriale hanno sostenuto la quota di mercato dell'area dell'euro. In realtà, se la composizione geografica e settoriale delle esportazioni dell'area fosse stata meno favorevole, le perdite in termini di quota di mercato sarebbero state pari ad almeno il doppio rispetto a quelle osservate tra il 2001 e il 2019 (cfr. il grafico 2). Tale profilo non riguarda solo l'area dell'euro: può essere riscontrato anche in altre economie avanzate, quali gli Stati Uniti, sebbene in misura minore. Le perdite di competitività legate alla performance negli Stati Uniti potrebbero essere state attenuate da andamenti più favorevoli, rispetto all'area dell'euro, dei costi dell'energia e della manodopera, nonché della produttività<sup>3</sup>. Le economie emergenti, in particolare la Cina, hanno registrato effetti negativi limitati dal punto di vista settoriale o geografico. Come documentato nella letteratura, ciò rispecchia per lo più le differenze di intensità tecnologica delle esportazioni tra economie avanzate ed emergenti. Una maggiore intensità tecnologica tende a sostenere gli effetti di composizione nelle economie avanzate, mentre i fattori legati a prezzi e costi rafforzano la performance delle economie emergenti<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Cfr. Cheptea, A., Fontagné, L. e Zignago, S., "European export performance", *Review of World Economics*, vol. 150, 2014, pagg. 25-58. Gli effetti geografico, settoriale e della performance sono stimati sulla base di dati bilaterali a livello di prodotto sull'esportazione di beni non energetici tratti dal Trade Data Monitor:

$$\ln \left( \frac{X_{ijk}^t}{X_{ijk}^{t-1}} \right) = FE_i^t + FE_j^t + FE_k^t + \varepsilon_{ijk}^t$$

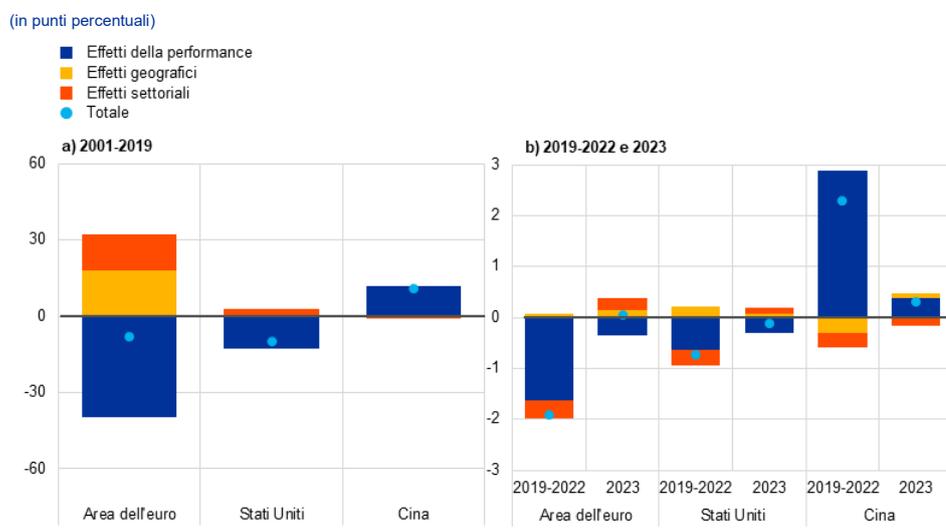
Il tasso di crescita di ogni singolo flusso di esportazione (X) viene stimato con una regressione di effetti fissi (FE), in cui gli effetti geografico, settoriale e della performance corrispondono agli effetti fissi sull'importatore j, il segmento di prodotto k e l'esportatore i. In una seconda fase questi dati vengono aggregati a livello di esportatore e tradotti in crescita della quota di mercato.

<sup>3</sup> Cfr. l'articolo 2 *Fattori determinanti alla base dell'andamento della produttività nei paesi dell'area dell'euro* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

<sup>4</sup> Cfr., ad esempio, Beltramello, A., De Backer, K. e Moussiégt, L., "The export performance of countries within global value chains (GVCs)", *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, n. 2012/2, OECD Publishing, Parigi, 2012.

## Grafico 2

### Quote di mercato delle esportazioni dei beni dell'area dell'euro e contributi



**Durante la pandemia la composizione delle esportazioni dell'area dell'euro ha determinato una temporanea accelerazione della riduzione della quota di mercato.** Tra il 2019 e il 2022 l'effetto positivo di composizione delle esportazioni dell'area dell'euro è venuto meno, soprattutto a causa della bassa crescita dei principali segmenti di prodotti dell'area. Tale dinamica è stata in parte determinata dalla minore domanda di beni capitali e input industriali, a seguito della trasmissione lungo la catena del valore delle misure di chiusura (lockdown) e delle interruzioni di forniture dal lato dell'offerta, nonché del taglio alla produzione da parte dei partner commerciali dell'area. Nel contempo, le famiglie hanno riorientato le proprie abitudini di spesa a scapito dei servizi e a favore dei consumi a domicilio, aumentando la domanda mondiale di beni di consumo e di apparecchiature elettroniche la cui produzione avviene in misura preponderante fuori dall'area dell'euro. Inoltre, in base alla letteratura, gli effetti delle misure di contenimento sulla produzione sono stati più marcati nelle industrie collocate più a valle della catena (quali, ad esempio, i settori automobilistico, farmaceutico, della ristorazione e dell'elettronica di consumo). Si tratta di comparti maggiormente presenti nell'area rispetto ai suoi principali partner commerciali<sup>5</sup>.

**Benché i mercati fondamentali dell'area dell'euro abbiano registrato una certa ripresa nel 2023, l'andamento delle esportazioni si è dimostrato ancora piuttosto debole.** Dopo la ripresa successiva alla pandemia, gli esportatori dell'area hanno di nuovo tratto beneficio da alcuni fattori più favorevoli di tipo settoriale e geografico, ma la crescita delle esportazioni è rimasta contenuta. La sezione seguente fornisce una panoramica degli shock che hanno contribuito al recente indebolimento delle esportazioni dell'area.

<sup>5</sup> Cfr., ad esempio, "Global Trade and Value Chains during the Pandemic", *World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery*, FMI, Washington DC, aprile 2022.

### 3 Determinanti della recente debolezza delle esportazioni dell'area dell'euro

**La presente sezione esamina i principali fattori alla base del debole andamento delle esportazioni dell'area dell'euro a seguito della pandemia.** La sezione precedente ha fornito una sintesi delle tendenze generali di assottigliamento della quota di mercato dell'area, isolando l'impatto degli effetti di composizione di tipo settoriale e geografico negli ultimi due decenni. Questa sezione identifica i principali fattori alla base dell'andamento delle esportazioni dopo la pandemia e durante il periodo successivo, caratterizzato dai forti rincari dei beni energetici. Nello specifico, distingue gli elementi comuni, quali le variazioni della competitività di prezzo e non, nonché le nuove sfide rappresentate dalle interruzioni nella catena di approvvigionamento e dalla crisi energetica.

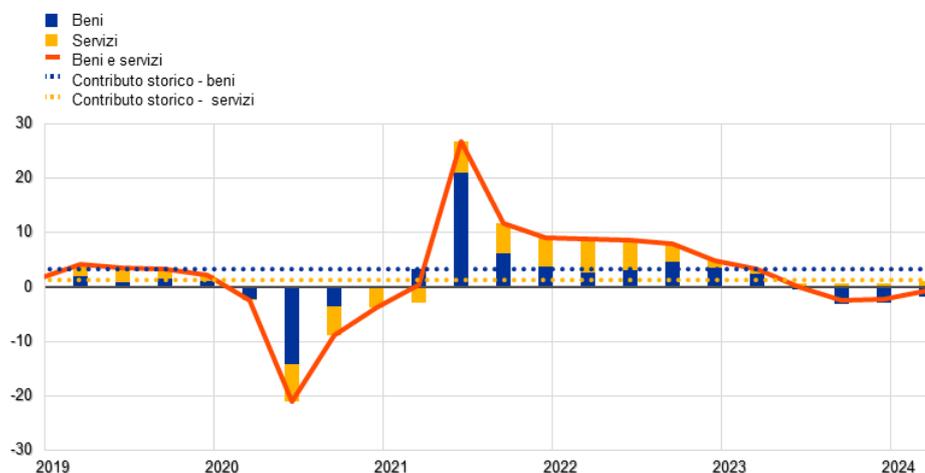
**Le restrizioni alla mobilità durante la pandemia e le connesse persistenti interruzioni dal lato dell'offerta hanno determinato una flessione delle esportazioni dell'area dell'euro, sia di beni sia, in misura maggiore, di servizi; successivamente queste ultime hanno segnato una marcata ripresa, mentre le esportazioni di beni si mantengono deboli.** Le variazioni della domanda e le interruzioni nella catena di approvvigionamento causate dalla pandemia hanno rappresentato una delle principali determinanti del peggioramento della performance delle esportazioni dell'area dell'euro. I provvedimenti di chiusura, le restrizioni alla mobilità e le conseguenti interruzioni in termini di trasporto e forniture hanno ostacolato il flusso internazionale di beni. Ciò ha avuto ripercussioni particolarmente marcate sull'area dell'euro, perché rispetto ad altre economie è maggiormente integrata nelle catene di approvvigionamento regionali e mondiali<sup>6</sup>. L'interscambio mondiale di beni ha registrato una rapida ripresa nel 2021, dopo la pandemia. Alla fine del 2022, tuttavia, è sceso al di sotto delle tendenze storiche, con una conseguente flessione anche della crescita delle esportazioni dei beni dell'area (cfr. il grafico 3). Inoltre, a partire dal 2022, lo shock dei prezzi dell'energia ha frenato le esportazioni dei beni dell'area, che dal secondo trimestre del 2023 hanno registrato una crescita negativa. Per contro, le esportazioni di servizi, che avevano frenato molto le esportazioni totali dell'area durante la pandemia, soprattutto nelle categorie ad alta intensità di contatto fisico quali i viaggi, sono diventate un fattore alla base della ripresa, con la graduale revoca delle restrizioni alla mobilità e la riapertura delle attività economiche. Il riquadro 1 tratta della capacità di tenuta del settore delle esportazioni di servizi negli ultimi anni, nonché delle circostanze che hanno contribuito alle insolite differenze rispetto all'andamento dei beni.

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro 4 *Catene globali del valore e pandemia: l'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

### Grafico 3

#### Esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro

(volumi, variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: per "Contributo storico" si intende il contributo medio nel periodo dal primo trimestre del 1995 al primo trimestre del 2024.

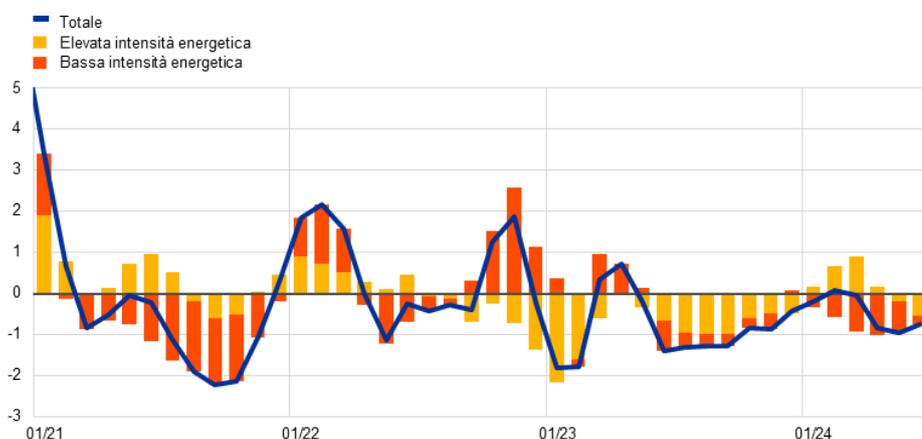
**Alla base della prolungata debolezza osservata nelle esportazioni di beni dell'area dell'euro vi è stato in primo luogo lo shock dei beni energetici a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, con il decisivo calo delle esportazioni nei comparti altamente energivori.** I prezzi dell'energia hanno iniziato a salire alla fine del 2021, quando l'Europa ha affrontato un inverno particolarmente freddo e la riduzione graduale delle forniture di gas da parte della Russia. Le quotazioni di tale combustibile sono poi cresciute vertiginosamente a seguito dell'invasione russa su vasta scala dell'Ucraina, nel febbraio 2022. I costi di produzione sono aumentati in misura tale da indurre alcuni settori a elevata intensità energetica a tagliare o interrompere la produzione. Di conseguenza, le esportazioni in tali settori hanno subito un crollo, responsabile di quasi l'intera flessione registrata nelle esportazioni totali nel 2023 (cfr. il grafico 4)<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Per gli effetti dei rincari energetici sulla produzione, cfr. il riquadro 2 *Gli effetti dei rincari energetici sulla produzione industriale e sulle importazioni* nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

#### Grafico 4

### Contributi dei settori alla crescita delle esportazioni di beni dell'area dell'euro in base all'intensità energetica

(variazioni percentuali trimestrali sui tre mesi precedenti; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: indici di volumi destagionalizzati delle esportazioni di manufatti. I settori a bassa (elevata) intensità di energia sono definiti come quelli con un'intensità energetica inferiore (superiore) a quella del settore mediano. L'intensità di energia è calcolata come gli input energetici (diretti e indiretti) in percentuale degli input totali. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024.

**Il recente shock dei prezzi del gas ha colpito l'area dell'euro in misura più incisiva rispetto ad altre regioni, peggiorandone significativamente la capacità concorrenziale rispetto ai principali partner commerciali.** Lo shock dei prezzi del gas che ha fatto seguito all'invasione russa dell'Ucraina è stato diverso rispetto alle crisi energetiche precedenti (che erano state causate dagli shock delle quotazioni petrolifere) per la sua natura regionale, con i tagli alle forniture russe di gas che hanno interessato principalmente l'Europa<sup>8</sup>. Nel terzo trimestre del 2022, al culmine della crisi europea del gas, l'indice di riferimento dei prezzi di tale combustibile era superiore di 20 volte alla propria media storica, di 10 rispetto a quello statunitense e notevolmente al di sopra di quelli asiatici, a segnalare la natura eccezionale dello shock che ha interessato il vecchio continente. L'asimmetria che ha caratterizzato lo shock energetico ha inciso sulle quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro, perché i costi degli input degli esportatori sono cresciuti rispetto a quelli dei concorrenti nei principali partner commerciali dell'area (cfr. il riquadro 2).

**L'andamento dei tassi di cambio ha attenuato in una certa misura, ma tutt'altro che completamente, le perdite di competitività di prezzo e costo dovute allo shock asimmetrico dell'energia.** L'impatto dell'aumento dei costi nell'area dell'euro è stato attutito dal deprezzamento del tasso di cambio dell'euro nei prodromi della crisi energetica. L'euro si è indebolito notevolmente in termini effettivi nominali nel 2021 e all'inizio del 2022, contribuendo a indebolire la posizione concorrenziale dell'area dell'euro<sup>9</sup>. In termini effettivi reali ciò è stato ulteriormente sostenuto dagli aumenti relativamente contenuti del costo del lavoro per unità di prodotto, rispetto ai

<sup>8</sup> Cfr. il riquadro 3 *Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

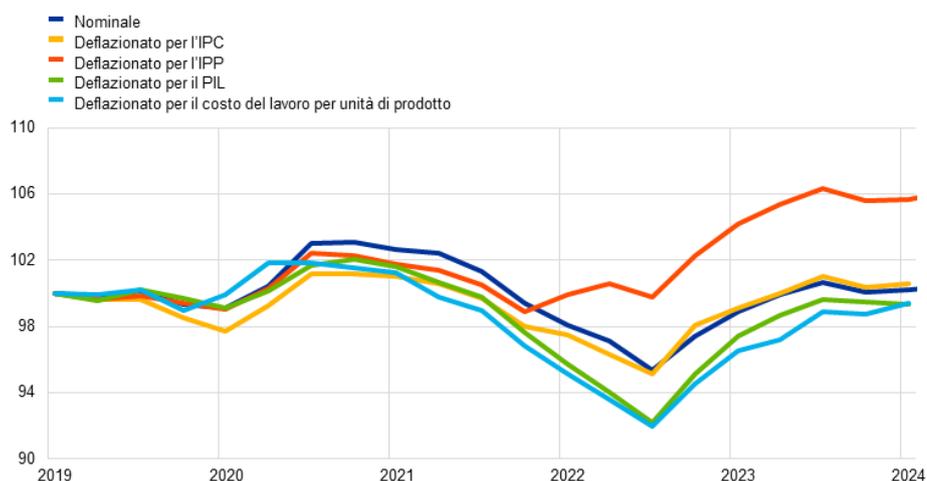
<sup>9</sup> Cfr. anche "Relative energy price rise hurting, euro depreciation supporting Germany's international price competitiveness", *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, dicembre 2022.

concorrenti<sup>10</sup>. Tuttavia, il costo del lavoro per unità di prodotto è indice principalmente di pressioni derivanti dai costi interni, mentre quelle esterne legate all'aumento dei prezzi degli input all'importazione si palesano in misura più evidente nell'indice dei prezzi alla produzione (IPP). I tassi di cambio effettivi reali basati sull'IPP, che sintetizzano le pressioni sui prezzi relative ai beni commerciabili, segnalano un peggioramento della competitività di prezzo all'esportazione e suggeriscono che lo shock energetico abbia avuto un impatto maggiore sulla capacità concorrenziale dell'area dell'euro (cfr. il grafico 5). Inoltre, il precedente miglioramento della competitività, frutto del deprezzamento nominale dell'euro, è iniziato a venire meno dalla metà del 2022, a causa del rafforzamento della moneta unica europea e dell'aumento delle pressioni dal lato dei prezzi e dei costi, rispetto ai concorrenti<sup>11</sup>.

### Grafico 5

#### Tasso di cambio effettivo dell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2019=100)



Fonte: BCE.

Nota: l'acronimo IPC sta per indice dei prezzi al consumo.

**Un'analisi basata su modelli conferma che, sebbene dapprima le strozzature dal lato dell'offerta legate alla pandemia siano state la determinante principale del debole andamento delle esportazioni, successivamente i costi energetici e altri fattori connessi alla competitività di prezzo sono diventati il freno principale alla capacità concorrenziale dell'area dell'euro.** I risultati di un'analisi autoregressiva vettoriale strutturale bayesiana (structural vector autoregression, SVAR) con restrizioni di segno mostrano l'importanza relativa di quattro shock specifici: interruzioni dell'offerta, shock dei prezzi dell'energia, altri shock della competitività di prezzo e shock della competitività non di prezzo. Gli shock della

<sup>10</sup> Per un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti in termini di costo del lavoro, cfr. il riquadro 1 *Andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

<sup>11</sup> Con riferimento ai fattori della competitività, alla fine del 2023 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è mantenuta vigorosa nell'area dell'euro, mentre in altri paesi (ad esempio negli Stati Uniti) aveva già iniziato a decelerare, seppure restando su livelli più elevati. Un maggiore costo del lavoro per unità di prodotto rispecchia dei salari relativamente più alti e una minore produttività nell'area dell'euro. Cfr. il riquadro 1 *Andamenti recenti dell'inflazione e pressioni salariali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 3/2024 di questo Bollettino.

competitività di prezzo dei beni non energetici comprendono tutti i fattori che interessano le quote di esportazioni mediante prezzi relativi, quali prezzi degli input, costi del lavoro e condizioni del tasso di cambio. Gli shock della competitività non di prezzo comprendono tutte le altre condizioni che incidono sulla domanda di prodotti dell'area dell'euro, la crescita della domanda settoriale, gli aumenti di produttività e altri fattori idiosincratici che promuovono la presenza sul mercato (cfr. il grafico 6). Circa due terzi della riduzione delle quote di mercato delle esportazioni a seguito della pandemia sono riconducibili alle interruzioni lungo le catene di approvvigionamento e alle perdite di competitività non di prezzo considerato che l'area dell'euro presenta un grado elevato di integrazione delle catene di approvvigionamento regionali e internazionali<sup>12</sup>. Il contributo negativo della competitività non di prezzo rispecchia un riorientamento della domanda dei consumatori a livello mondiale, a scapito dei beni esportati dall'area dell'euro, quali i beni legati agli investimenti, e a favore di altri articoli, quali apparecchiature informatiche e prodotti per la manutenzione della casa, esportati in misura maggiore dai concorrenti. Anche il deterioramento delle relazioni commerciali con la Russia potrebbe avere un ruolo parziale. A seguito dell'invasione dell'Ucraina e dell'imposizione di sanzioni alla Russia, le esportazioni verso questo paese da parte dell'area dell'euro si sono dimezzate nel giro di mesi, per poi continuare a ridursi da allora. A partire dalla metà del 2022, con l'attenuarsi delle turbative dal lato dell'offerta e il principio di una normalizzazione dei profili della domanda a livello mondiale, tali fattori hanno smesso di incidere sulle quote di mercato dell'area dell'euro o hanno perfino contribuito a migliorarle<sup>13</sup>. Nel contempo i costi dell'energia e altri fattori relativi alla competitività di prezzo sono divenuti un importante freno per l'andamento delle esportazioni dell'area rispetto ai propri concorrenti.

---

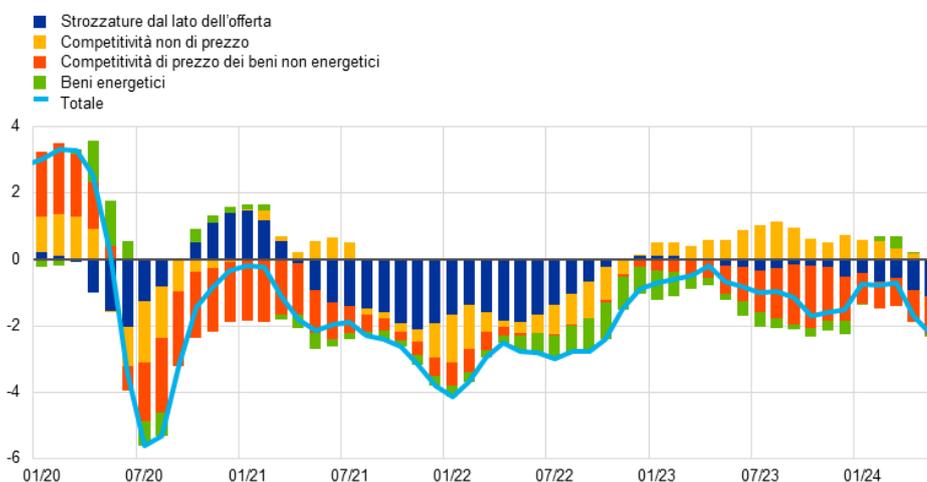
<sup>12</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 4 [L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino. Cfr. anche Lebastard, L. e Serafini, R., "[Understanding the impact of COVID-19 supply disruptions on exporters in global value chains](#)", *Research Bulletin*, n. 105, BCE, marzo 2023.

<sup>13</sup> Alcuni dei contributi negativi dovuti alle strozzature dal lato dell'offerta, verificatesi a partire dalla metà del 2023, potrebbero essere connessi a un peggioramento dei tempi di consegna da parte dei fornitori, causato dalla ripresa delle attività e dalle turbative nel Mar Rosso a seguito degli attacchi da parte dei ribelli Huthi. Cfr. Attinasi M.G., Boeckelmann L., Emter L., Ferrari M.M., Gerinovic R., Gunnella V., Meunier B. e Serafini R., "[Sailing through storms: The fallout of Red Sea disruptions for global trade and inflation](#)", *VoxEU Column*, aprile 2024.

## Grafico 6

### Determinanti strutturali delle quote di mercato delle esportazioni di beni dell'area dell'euro

(deviazioni percentuali dal trend; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'analisi autoregressiva vettoriale strutturale è stimata con frequenza mensile nel periodo da gennaio a maggio 2024 e comprende le seguenti variabili: quote di mercato delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro (corrette per la tendenza), tasso di cambio effettivo nominale dell'area dell'euro (aumento = apprezzamento), prezzi all'esportazione relativi dell'area dell'euro, rapporto tra produzione industriale a elevata e bassa intensità energetica. Le restrizioni di segno ipotizzate sull'impatto sono le seguenti: uno shock di competitività non di prezzo implica quote di mercato delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro (+), prezzi all'esportazione relativi dell'area dell'euro (+); uno shock della competitività di prezzo implica quote di mercato delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro (+), tasso di cambio effettivo nominale dell'area dell'euro (-), prezzi all'esportazione relativi dell'area dell'euro (-); uno shock delle strozzature dal lato dell'offerta implica quote di mercato delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro (-), tasso di cambio effettivo nominale dell'area dell'euro (-), prezzi all'esportazione relativi dell'area dell'euro (+), rapporto tra produzione industriale a elevata e bassa intensità energetica (+); uno shock energetico implica quote di mercato delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro (-), tasso di cambio effettivo nominale dell'area dell'euro (-), prezzi all'esportazione relativi dell'area dell'euro (+), rapporto tra produzione industriale a elevata e bassa intensità energetica (-)<sup>14</sup>.

## Riquadro 1

### L'interscambio di servizi continuerà ad alimentare la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro?

a cura di Camilla Altieri, Nina Furbach e Tobias Schuler

Negli ultimi anni le esportazioni di servizi hanno fortemente sostenuto l'interscambio dell'area dell'euro, registrando risultati significativamente superiori alle esportazioni di beni. Il presente riquadro esamina se ci si possa attendere il perdurare dell'insolita divergenza tra la crescita delle esportazioni di servizi e quella delle esportazioni di beni.

Nel corso degli ultimi vent'anni le esportazioni di servizi sono cresciute a un ritmo più sostenuto rispetto alle esportazioni di beni, in quanto il progresso tecnologico ha reso possibile la fornitura e la fruizione di molti servizi in luoghi diversi dalla loro origine, agevolandone la commercializzazione internazionale. La quota dei servizi sul valore totale delle esportazioni dell'area dell'euro è aumentata dal 24 per cento nel 2000 a circa il 31 per cento nel 2023.

Tuttavia, recentemente si è osservato un significativo rafforzamento dell'andamento delle esportazioni di servizi, che hanno segnato un notevole recupero dopo la pandemia e hanno continuato a crescere anche in presenza di una contrazione delle esportazioni di beni (cfr. il

<sup>14</sup> Un segno positivo delle strozzature dal lato dell'offerta per il rapporto tra produzione industriale a elevata e bassa intensità energetica è giustificato dalla maggiore dipendenza dei settori a elevata intensità energetica da input di materie prime non interessati dalle strozzature.

grafico A). Nel 2022 le esportazioni di servizi hanno rappresentato i due terzi della crescita annua dei volumi totali delle esportazioni dell'area dell'euro. Tale divergenza è proseguita a partire da settembre 2023, in un contesto in cui le esportazioni di beni sono diminuite e le esportazioni di servizi hanno continuato a espandersi.

## Grafico A

### Crescita delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro

(media mobile di tre mesi delle variazioni percentuali sul periodo corrispondente, prezzi costanti)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro dalla bilancia dei pagamenti sono deflazionate utilizzando i prezzi delle esportazioni all'interno e verso l'esterno dell'area tratti dai principali conti nazionali. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024.

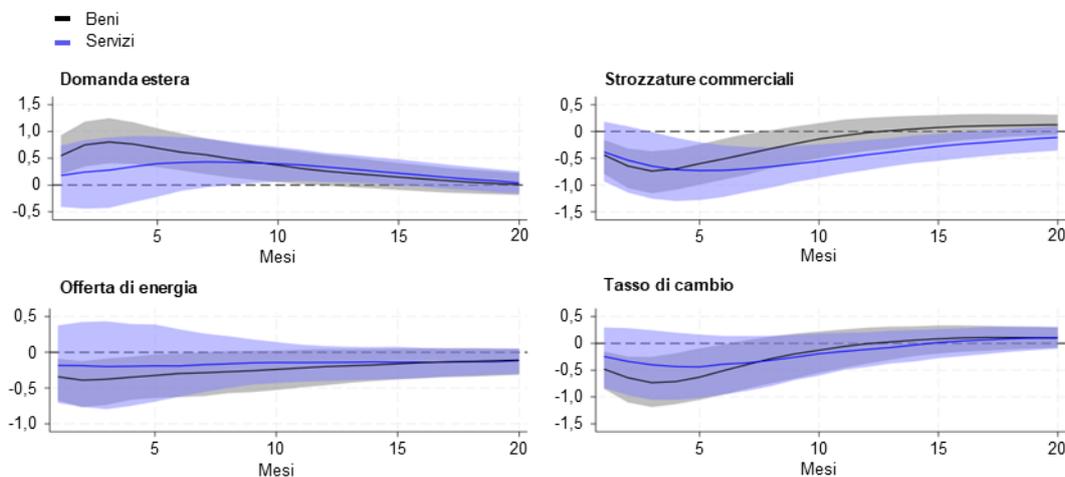
In passato le esportazioni di beni e servizi hanno registrato andamenti molto simili. Nel corso degli ultimi 15 anni la correlazione tra i tassi di crescita sul periodo corrispondente dei volumi delle esportazioni di beni e servizi è stata di circa 0,6. Le evidenze empiriche ricavate da un modello autoregressivo vettoriale strutturale (structural vector autoregression, SVAR) suggeriscono che le esportazioni di beni e servizi reagiscano in maniera analoga a una serie di shock (cfr. il grafico B)<sup>15</sup>. Infatti, le principali determinanti macroeconomiche delle esportazioni di beni e servizi sono simili: la maggior parte delle fluttuazioni cicliche (74 per cento nei beni e 66 per cento nei servizi) è riconducibile alla domanda estera, alle strozzature dal lato dell'offerta, all'offerta di energia e al tasso di cambio.

<sup>15</sup> Il modello estende lo SVAR con restrizioni di segno utilizzato per analizzare le esportazioni di beni (cfr. il riquadro 3 *Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro*, op. cit.) L'analisi non impone restrizioni alla risposta delle esportazioni di servizi agli shock individuati, in modo da garantire che il comovimento delle risposte non sia determinato da ipotesi. Sono incluse le seguenti variabili: indice sintetico dei prezzi dell'energia, rapporto tra produzione industriale a elevata e bassa intensità energetica, importazioni mondiali, indice armonizzato dei prezzi al consumo, global supply chain pressure index, esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro, tasso di cambio effettivo nominale dell'area dell'euro, esportazioni di servizi verso l'esterno dell'area. Si noti che gli intervalli di confidenza per le esportazioni di servizi sono lievemente più ampi di quelli per le esportazioni di beni (cfr. il grafico B), potenzialmente a causa della loro composizione più diversificata, con una probabile eterogeneità delle risposte agli shock per le esportazioni di servizi nei diversi sottosettori.

## Grafico B

### Risposte a impulso dei volumi delle esportazioni di beni e servizi

(risposta a uno shock pari a una deviazione standard; deviazione dall'equilibrio di base in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Federal Reserve of New York ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate in blu e in grigio sono intervalli di confidenza per le esportazioni di beni e servizi (entrambi al 68 per cento). Per maggiori dettagli sulla stima, cfr. la nota 15 a piè di pagina.

La somiglianza storica nelle dinamiche cicliche delle esportazioni di beni e servizi riflette gli stretti legami esistenti fra i due settori. Innanzitutto, un'ampia porzione delle esportazioni di servizi è utilizzata come bene intermedio per la produzione manifatturiera: nell'area dell'euro, quasi la metà del valore aggiunto delle esportazioni di servizi è utilizzata come input intermedio per la produzione di beni in altri paesi<sup>16</sup>. In secondo luogo, molte esportazioni di servizi sono direttamente collegate a quelle di beni. Settori quali i trasporti, i servizi connessi al commercio e l'assicurazione di merci rappresentano oltre il 20 per cento delle esportazioni di servizi dell'area dell'euro<sup>17</sup>. Infine, una quota importante dei servizi è esportata da produttori che offrono pacchetti inclusivi sia di beni sia di servizi<sup>18</sup>.

La recente marcata divergenza è stata insolita e si è originata con la pandemia e le connesse forti oscillazioni nei servizi di viaggio. La scomposizione settoriale evidenzia gli effetti post-pandemici, inclusa una forte ripresa delle esportazioni di servizi di viaggio (cfr. il grafico C). Nel 2021 i viaggi hanno contribuito per circa il 30 per cento alla crescita delle esportazioni di servizi, pur rappresentando solo il 12 per cento del loro volume totale. Nel 2023 le esportazioni di servizi hanno mostrato capacità di tenuta, grazie al contributo positivo delle esportazioni di viaggi<sup>19</sup>. Per contro, le esportazioni di trasporti, che nel 2021 avevano recuperato dalla pandemia, dal 2022 sono in calo,

<sup>16</sup> Sulla base di elaborazioni degli esperti della BCE che utilizzano dati di input-output multiregionali provenienti dalla Banca asiatica di sviluppo.

<sup>17</sup> L'analisi applica ai dati sulle esportazioni dell'area dell'euro la [classificazione della Divisione statistica delle Nazioni Unite](#) per i sottosectori dei servizi connessi ai beni.

<sup>18</sup> Ariu, A. et al. documentano che il 23 per cento delle esportazioni di servizi dal Belgio è abbinato alle esportazioni di beni. Cfr. Ariu, A., Mayneris, F. e Parenti, M., "One way to the top: How services boost the demand for goods", *Journal of International Economics*, vol. 123, marzo 2020.

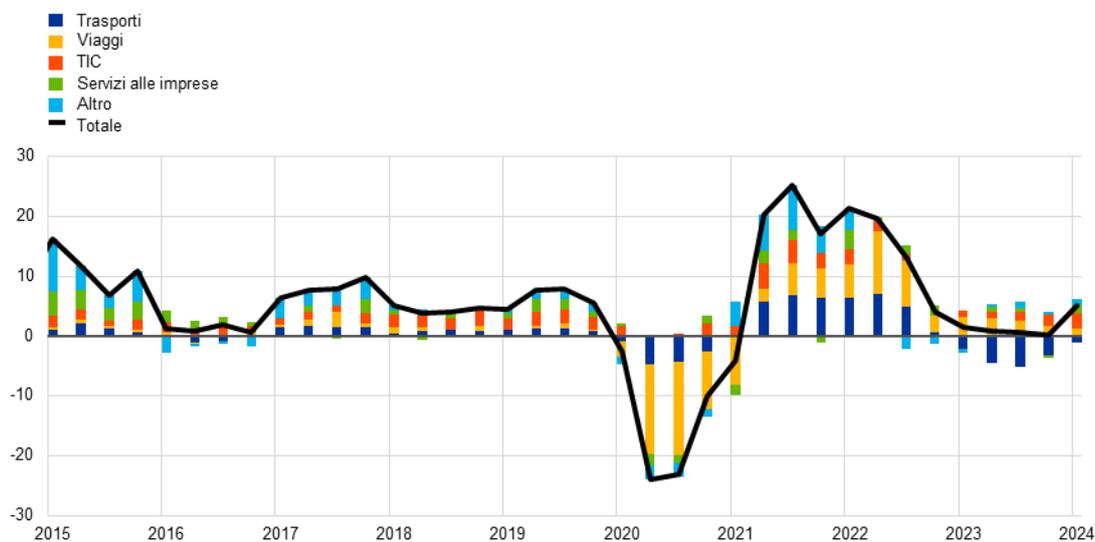
<sup>19</sup> La quota di volume d'affari sul totale delle esportazioni di viaggi è scesa dal 18 per cento nel 2019 al 12 per cento nel 2022. Per ulteriori informazioni sull'andamento del settore dei viaggi durante la pandemia, cfr. il riquadro 5 [Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus \(COVID-19\)](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

a causa della conclusione di un periodo di ricostituzione delle scorte e dell'impatto dello shock energetico sulle imprese manifatturiere.

### Grafico C

#### Scomposizione settoriale della crescita dei volumi di esportazioni dei servizi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i volumi sono calcolati applicando il deflatore complessivo delle esportazioni di servizi. Per TIC si intendono le tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024.

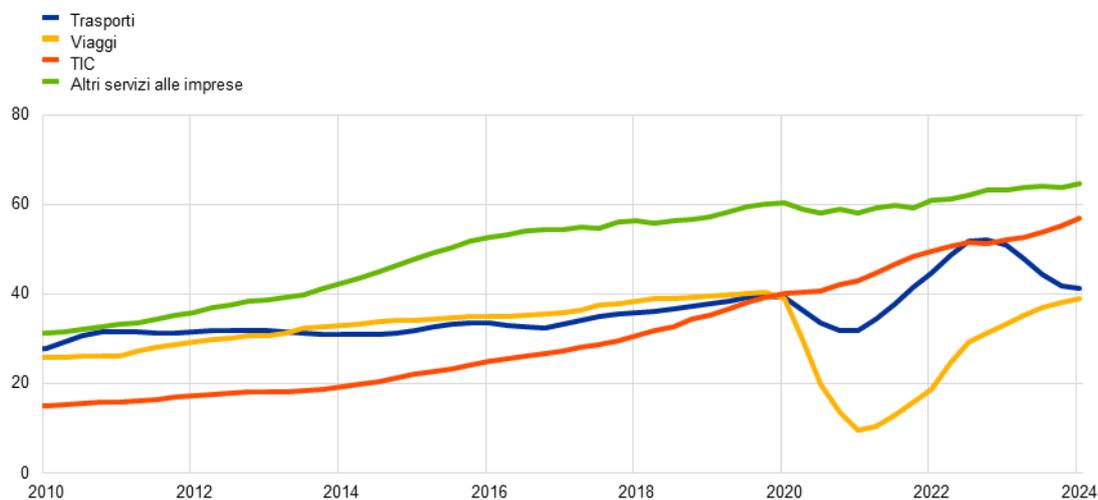
Su un arco di tempo più lungo, è probabile che le esportazioni di servizi crescano a un ritmo più sostenuto rispetto a quelle di beni, in linea con la loro tendenza di lungo periodo più vigorosa. Tuttavia, nel breve termine tali migliori risultati potrebbero essere sostenuti dal perdurante vigore delle esportazioni di servizi di viaggio, che devono ancora tornare ai livelli precedenti la pandemia (cfr. il pannello a) del grafico D). Le indagini sul settore del turismo rimangono più ottimistiche di quelle sui settori più ampi delle esportazioni di servizi (e beni), il che suggerisce vigore a breve termine (cfr. il pannello b) del grafico D).

## Grafico D

### Volumi delle esportazioni di servizi dell'area dell'euro per sottosettore e PMI relativo agli ordinativi

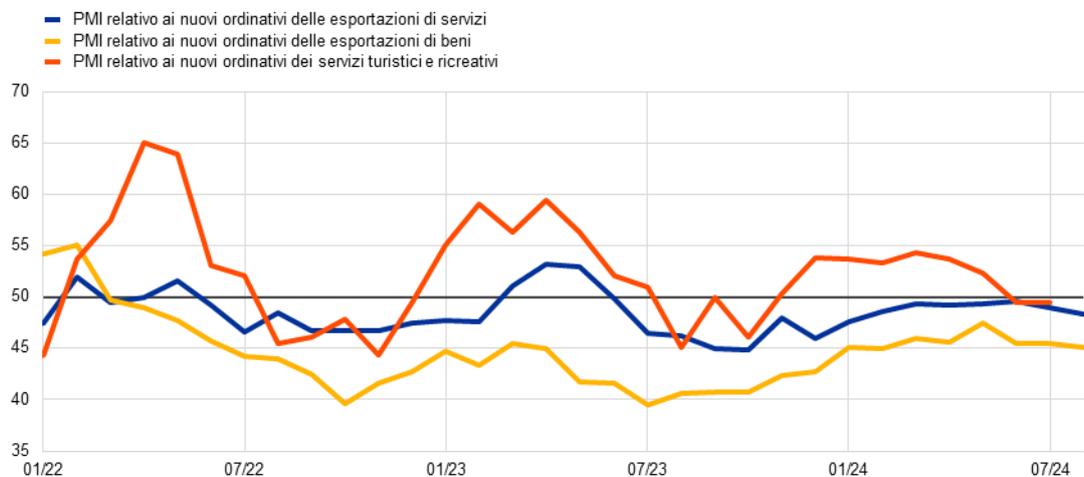
#### a) Volumi delle esportazioni di servizi dell'area dell'euro per sottosettore

(miliardi di euro; media mobile di quattro trimestri)



#### b) PMI relativo agli ordinativi nei settori dei beni, dei servizi e del turismo

(indice di diffusione)



Fonti: Eurostat, S&P Global ed elaborazioni della BCE.

Note: i volumi nel pannello a) sono calcolati applicando il deflatore complessivo delle esportazioni di servizi. Gli indici PMI riportati nel pannello b) riguardano l'UE. Un numero superiore a 50 indica un'espansione e un numero inferiore a 50 indica una contrazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 per il pannello a), ad agosto 2024 per gli ordinativi delle esportazioni di beni e servizi e a luglio 2024 per gli ordinativi dei servizi turistici nel pannello b).

## Riquadro 2

### Differenziali di costo dell'energia e competitività dell'area dell'euro

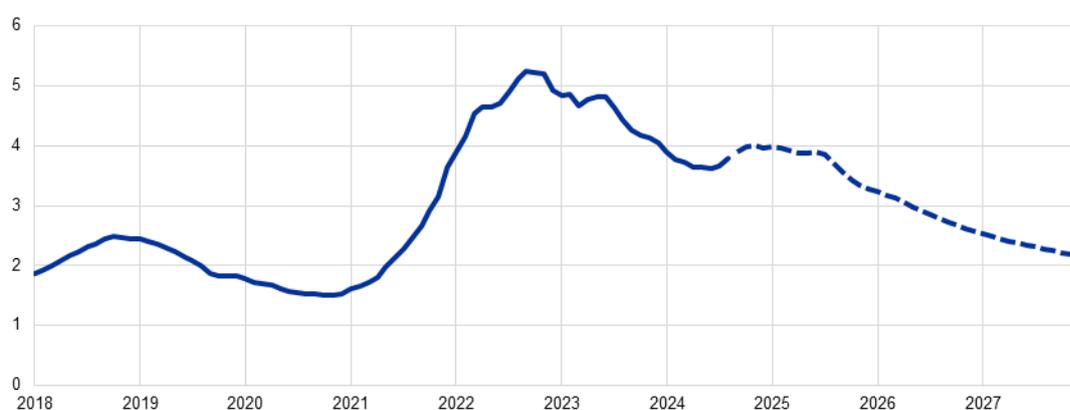
a cura di Virginia Di Nino e Marta Salazar Rodríguez

Durante la crisi energetica il differenziale di prezzo del gas e dell'elettricità in Europa rispetto ad altre regioni ha raggiunto vette senza precedenti<sup>20</sup>. Nell'area dell'euro i prezzi alla produzione dei beni energetici erano due volte superiori a quelli dei suoi principali concorrenti<sup>21</sup>. Il differenziale rispetto agli Stati Uniti era ancora più ampio (cfr. il grafico A). Il presente riquadro valuta l'impatto dello shock energetico sulla competitività degli esportatori dell'area dell'euro e ne illustra gli effetti eterogenei sulle imprese<sup>22</sup>.

#### Grafico A

##### Prezzi dei beni energetici nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti

(rapporto)



Fonti: ADB MRIO, FMI, Bloomberg, Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il prezzo relativo dell'energia è calcolato come media ponderata del prezzo relativo del gas naturale e del prezzo relativo del petrolio. La linea continua rappresenta i dati storici fino ad agosto 2024. La linea tratteggiata mostra l'evoluzione stimata del prezzo relativo dell'energia sulla base dei prezzi futuri del greggio e del gas naturale in Europa e negli Stati Uniti. L'ultima stima si riferisce a dicembre 2027.

L'esposizione allo shock energetico ha mostrato notevoli differenze da un settore all'altro, a seconda dell'intensità energetica dei processi produttivi e della quota di gas naturale sul consumo totale di energia. Tuttavia, l'impatto di uno shock energetico sui prezzi all'esportazione e sulla quota di mercato di un settore non dipende solamente dai relativi costi degli input, ma anche dalla sua posizione nella catena di produzione. A livello settoriale, la posizione dei processi produttivi nella catena può essere determinata da due coordinate: la distanza dalla domanda finale ("collocazione a monte") e la distanza dagli input primari ("collocazione a valle"). Il posizionamento può influenzare la trasmissione degli shock energetici in molti modi. I settori a monte operano generalmente su margini più ristretti e pertanto tendono a risentire interamente dello shock. Inoltre, dato che l'energia è spesso un fattore di produzione fondamentale per le industrie a monte, potrebbe non essere altrettanto facile per loro sostituire gli input nazionali con fattori produttivi esternalizzati, come avviene più facilmente per le industrie a valle. Allo stesso tempo, quanto più un'impresa si trovi a

<sup>20</sup> Il differenziale di costo è rimasto contenuto per il petrolio, le cui quotazioni sono aumentate in parallelo tra le varie regioni.

<sup>21</sup> L'indice dei prezzi alla produzione dei beni energetici nell'area dell'euro viene confrontato con la media ponderata dell'IPP per l'energia dei suoi principali concorrenti (Stati Uniti, Regno Unito, Cina e Giappone), con pesi attribuiti in base alla quota di ciascuno di essi nella somma totale delle esportazioni dei concorrenti.

<sup>22</sup> Cfr. anche il riquadro 3 *Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro*, op. cit.

valle di una catena produttiva, tanto più è probabile che parte dello shock energetico sia stato assorbito dai margini di profitto dei produttori che si collocano più a monte. Pertanto, se da un lato la collocazione a monte potrebbe amplificare l'effetto degli shock energetici, dall'altro la posizione a valle della catena produttiva potrebbe attenuarne l'effetto, giacché gli shock si propagano lungo la catena<sup>23</sup>.

Queste tesi sono state verificate con dati panel, che consentono di misurare come l'impatto dello shock energetico vari tra settori ed economie e di differenziare le branche di attività economica in base alla loro posizione nella catena produttiva. Ciò permette inoltre di tenere conto di quei fattori difficili da osservare o da misurare che sono tuttavia correlati ai differenziali dei costi dell'energia, come ad esempio i provvedimenti governativi<sup>24</sup>. Il presente riquadro mostra i risultati di uno studio panel sulle quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro. Lo studio utilizza dati trimestrali che vanno dall'inizio del 2007 alla fine del 2022 per 17 settori manifatturieri in 20 paesi dell'area. Esso approssima lo shock energetico per l'area dell'euro, includendo una variabile che misura il differenziale di costo dell'energia rispetto a un concorrente principale, gli Stati Uniti. L'equazione è indicata come un panel dinamico logaritmico con effetti fissi:

$$XMS_{sct} = \rho XMS_{sct-1} + \delta P_{sct} + \gamma IP_{sct} + \beta_1 E_{sct} + \beta_2 E_{sct} \times Up_{sct} + \beta_3 E_{sct} \times Down_{sct} + \mu_1 Up_{sct} + \mu_2 Down_{sct} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct} \quad (1)$$

$XMS (P)$  sono esportazioni (prezzi all'esportazione) di un settore ( $s$ ) in un paese dell'area dell'euro ( $c$ ) in rapporto alle esportazioni (prezzi all'esportazione) per lo stesso settore ( $s$ ) in paesi esterni all'area dell'euro in un dato momento ( $t$ )<sup>25</sup>. Lo shock energetico ( $E$ ) in un settore ( $s$ ) di un paese dell'area dell'euro ( $c$ ) in un dato momento ( $t$ ) è definito dal differenziale di costo dell'energia al netto dell'intensità energetica della produzione. L'eterogeneità nell'esposizione alla crisi energetica può variare tra combinazioni di settore e paese, mettendo in relazione lo shock del costo energetico ( $E$ ) ad una misura della posizione di un settore nella catena, ossia il numero di legami con i settori a monte ( $Up$ ) e a valle ( $Down$ ). Infine, l'analisi tiene conto degli effetti non osservati includendo effetti fissi settore-paese ( $FE_{sc}$ ) ed effetti fissi paese-tempo ( $FE_{ct}$ ). I coefficienti stimati ( $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ ) sono le elasticità storiche della concorrenza esterna dell'area dell'euro in rapporto ai differenziali di costo dell'energia in funzione dell'intensità energetica e del posizionamento a monte e a valle.

Le stime panel indicano che, al culmine della crisi europea del gas, l'impatto medio sulle quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro era pari al -7 per cento. Tuttavia, esse mostrano una marcata eterogeneità. L'impatto sui settori con l'intensità energetica più elevata è risultato in un calo di oltre il 15 per cento delle quote di mercato delle esportazioni; tale dato può salire a quasi il 20 per cento per i settori situati molto a monte nella catena di approvvigionamento e scendere a circa il 3 per cento per quelli in fondo a essa.

<sup>23</sup> Per il calcolo degli indicatori a monte e a valle, cfr. Mancini, M., Montalbano, P., Nenci, S. e Vurchio, D., "Positioning in Global Value Chains: World Map and Indicators, a New Dataset Available for GVC Analyses", *The World Bank Economic Review*, 2024.

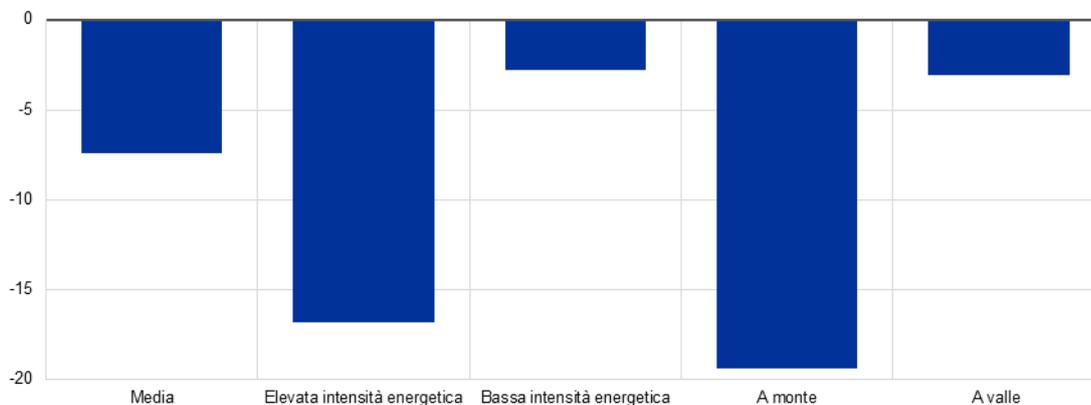
<sup>24</sup> I governi hanno reagito allo shock energetico attuando misure volte a limitare l'impatto su imprese e consumatori. Il mancato controllo di queste misure potrebbe portare a sottostimare il potenziale impatto di un ampliamento del differenziale di costo dell'energia rispetto ai concorrenti sulla competitività esterna dell'area dell'euro. Analoghe distorsioni di attenuazione potrebbero derivare da dinamiche di revisione dei prezzi del tasso di cambio e da un allontanamento della spesa dai costosi prodotti a elevata intensità energetica.

<sup>25</sup> I prezzi relativi delle esportazioni nell'equazione (1) sono strutturati in base ai loro quattro ritardi e ad altre determinanti esogene per eliminare la distorsione di simultaneità di  $P$  e  $XMS$ , nell'ipotesi che i valori passati di  $P$  ( $XMS$ ) siano predeterminati rispetto agli andamenti futuri delle  $XMS$  ( $P$ ).

## Grafico B

L'impatto del differenziale dei costi energetici sulle quote di mercato delle esportazioni al culmine della crisi del gas nel terzo trimestre del 2022 per tipo di settore

(percentuali)



Fonti: Trade Data Monitor, FMI, MRIO, TIVA, Mancini, M. et al. (2024) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le variazioni delle quote di mercato delle esportazioni sono valutate all'intensità energetica più elevata o più bassa. La maggior parte dei settori a monte/a valle si basa sui coefficienti stimati nell'equazione (1). L'effetto di un fattore determinante viene valutato in un dato momento, fissando gli altri a zero. Questa semplificazione ci aiuta a isolare l'effetto di ciascun fattore determinante. Poiché il posizionamento nella catena per ciascuna combinazione settore-paese è mappato da due coordinate (a monte e a valle), l'effetto totale del posizionamento nella catena di approvvigionamento è dato dalla media ponderata dell'effetto implicito nelle due coordinate.

## 4 Le sfide future

**In prospettiva, alcuni dei fattori che hanno recentemente influenzato le quote di mercato delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero venire meno.**

Le turbative dal lato dell'offerta e le variazioni delle preferenze di domanda a livello mondiale che hanno ostacolato le esportazioni dell'area dell'euro durante la pandemia stanno gradualmente diminuendo. Anche le sfide per la competitività di prezzo nel medio periodo dovrebbero perdere rilevanza, con l'attenuarsi dei costi relativamente più elevati nell'area dell'euro<sup>26</sup>. Nondimeno, gli esportatori dell'area potrebbero continuare ad affrontare un contesto difficile.

**Allo stesso tempo, potrebbero persistere problemi di competitività in quanto i costi dell'energia rimarranno probabilmente elevati e l'area dell'euro è ancora vulnerabile ai cambiamenti delle condizioni nei mercati mondiali a causa della sua continua dipendenza dalle importazioni di energia.** Lo shock energetico è stato un fattore chiave nel deterioramento delle quote di mercato dell'area dell'euro. Nel contempo, gli elevati costi dell'energia nel prossimo futuro rappresentano una sfida significativa per la competitività dell'area, soprattutto a causa dei prezzi dell'energia, ancora notevolmente superiori a quelli dei suoi principali concorrenti e che, in base ai prezzi dei future, dovrebbero rimanere pari al doppio di quelli degli Stati Uniti nei prossimi anni.

<sup>26</sup> Cfr. Lane, P. R. e Milesi-Ferretti, G.M., "External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate", *European Economic Review*, vol. 46, n. 6, 2002, pagg. 1049-1071, e Bobeica E., Christodouloupoulou, S. e Tkačevs, O., "The role of price and cost competitiveness for intra-and extra-euro area trade of euro area countries", *Working Paper Series*, n. 1941, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2016.

**Le recenti crisi hanno inoltre messo in luce la vulnerabilità dell'area dell'euro agli shock dal lato dell'offerta e più in generale agli shock dei costi degli input, che potrebbero essere ulteriormente aggravati dalla frammentazione geo-economica.**

Dati recenti sull'incidenza della frammentazione geo-economica, in particolare per quanto riguarda il commercio e i flussi di investimenti diretti esteri, mostrano come i legami economici siano sempre più influenzati da considerazioni geopolitiche<sup>27</sup>. Per l'area dell'euro è provato che le imprese cercano progressivamente di diversificare l'approvvigionamento di beni strategici, in modo da rifornirsi presso produttori di paesi allineati sul piano geopolitico<sup>28</sup>. Tale diversificazione strategica, pur accrescendo potenzialmente la capacità di tenuta delle catene di approvvigionamento, potrebbe determinare un aumento dei costi e avere importanti implicazioni sulla competitività degli esportatori dell'area dell'euro. Al tempo stesso, i profili di frammentazione potrebbero incidere anche sulla domanda di esportazioni dell'area. Inoltre, le crescenti tensioni geopolitiche potrebbero portare a nuove ondate di dazi e altre restrizioni commerciali che graverebbero sul commercio mondiale, con conseguenze significative per il settore delle esportazioni dell'area dell'euro.

**In prospettiva, la trasformazione strutturale delle economie europea e mondiale potrebbe presentare sfide e opportunità per gli esportatori dell'area dell'euro.**

La trasformazione del mercato e delle forniture dell'energia dell'UE, unitamente alla transizione verde, avranno importanti implicazioni sulla competitività dell'area dell'euro<sup>29</sup>. Analogamente, lo spostamento del commercio mondiale verso i servizi e le potenziali opportunità derivanti dai progressi della tecnologia dell'informazione e dell'intelligenza artificiale dovrebbero incidere in misura significativa sulla futura competitività degli esportatori dell'area<sup>30</sup>. In particolare, questi ultimi devono sempre più far fronte alle crescenti pressioni concorrenziali delle economie emergenti, che stanno diventando fornitori di contenuti a elevato valore aggiunto e competono in alcuni dei principali mercati dell'area. Gli esportatori dell'area dell'euro si trovano attualmente ad affrontare la concorrenza dei produttori cinesi che beneficiano di un'ampia capacità produttiva, in parte sostenuta da ingenti sussidi. Tale capacità nel paese asiatico supera di gran lunga la domanda interna, con conseguenti pressioni al ribasso sui prezzi delle esportazioni e, in ultima analisi, perdite significative di competitività di prezzo per l'area dell'euro<sup>31</sup>. Ciò nonostante, gli esportatori dell'area dell'euro possono mantenere la propria presenza sul mercato in termini di valore specializzandosi in segmenti di maggior valore come i servizi, per

<sup>27</sup> Cfr., ad esempio, Aiyar, S. et al., "Geeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism", *Staff Discussion Notes*, n. 2023/001, Fondo monetario internazionale, Washington DC, gennaio 2023.

<sup>28</sup> Cfr. il riquadro 2 *L'impatto dei fattori geopolitici sugli scambi commerciali* nel numero 2/2024 di questo Bollettino.

<sup>29</sup> Cfr., ad esempio, il riquadro 5 *Prospettive di ripresa del settore automobilistico nell'area dell'euro* nel numero 4/2024 di questo Bollettino, che tratta anche delle sfide della concorrenza derivanti dalla transizione ecologica del settore automobilistico.

<sup>30</sup> Sulla crescente rilevanza dei servizi e dell'automazione, cfr. Baldwin, R., "Globoitics and macroeconomics: Globalisation and automation of the service sector", *Working Paper Series*, n. 30317, National Bureau of Economic Research, agosto 2022.

<sup>31</sup> Cfr. Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T., Al-Haschimi, A. e Spital, T., "Export markets: why China and the euro area are competing more than ever", *Il Blog della BCE*, BCE, settembre 2024 e l'articolo 1 *L'evoluzione del modello di crescita della Cina: sfide e prospettive di sviluppo nel lungo periodo* nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

i quali l'area è il principale esportatore mondiale. Ciò consentirebbe loro di applicare prezzi più elevati e di migliorare le condizioni dell'interscambio dell'area dell'euro.

## 2 Impatti economici e finanziari del degrado della natura e della perdita di biodiversità

a cura di Andrej Ceglar, Miles Parker, Carlo Pasqua, Simone Boldrini, Marie Gabet e Sjoerd van der Zwaag

### 1 Introduzione

**La natura è fondamentale per il benessere umano e fornisce servizi ecosistemici essenziali a sostegno dell'attività economica.** La natura comprende tutti gli elementi viventi e non viventi nel nostro pianeta, che formano ecosistemi quali foreste, laghi e zone umide<sup>1</sup>. Questi ecosistemi forniscono habitat a numerose specie e beni materiali quali alimenti, acqua dolce, legname e risorse mediche. Essi mantengono anche l'equilibrio ambientale, ad esempio attraverso la regolazione della qualità dell'aria, il controllo del clima e la mitigazione delle alluvioni. Tra i processi chiave agevolati dagli ecosistemi figurano la formazione del suolo, il ciclo dei nutrienti e l'impollinazione. La natura offre anche vantaggi intangibili, come le attività ricreative e il turismo. Questi benefici sono fortemente a rischio a causa dell'attuale tasso, senza precedenti, di degrado della natura e di perdita della biodiversità.

**Le imprese, il settore finanziario e i policy maker hanno a lungo sottovalutato, o addirittura ignorato, l'importanza economica dei servizi ecosistemici, molti dei quali non sono negoziati sui mercati, né ricevono direttamente un valore monetario.** Ad esempio, le zone umide agiscono da sistemi naturali di filtraggio dell'acqua e da barriere anti-tempesta, consentendo risparmi di miliardi sul trattamento delle acque e sui costi di mitigazione delle catastrofi. Le foreste assorbono anidride carbonica, svolgendo un ruolo fondamentale nella regolazione climatica e riducendo gli impatti economici del cambiamento climatico. Terreni e impollinatori sani sono essenziali per la produzione agricola. Senza impollinatori, i rendimenti delle colture diminuirebbero, determinando costi di produzione più elevati, un aumento dei prezzi al consumo e una potenziale carenza di prodotti alimentari. Molti dei servizi forniti dagli ecosistemi sono beni pubblici e sono sottovalutati sui mercati, oppure, allo stato attuale, non sono assolutamente incorporati nei prezzi. Di conseguenza, essi sono spesso ignorati nelle decisioni economiche, con conseguenze significative per il mondo naturale. Il progetto di contabilizzazione integrata del capitale naturale (Integrated Natural Capital Accounting, INCA), un sistema integrato di conti ecosistemici applicabile nell'UE, ha stimato che nel 2019 dieci servizi ecosistemici nell'UE-28 hanno generato un flusso complessivo annuo di benefici pari a 234 miliardi di euro<sup>2</sup>. Il riquadro 2 in questo numero del Bollettino illustra più in dettaglio le sfide poste dall'integrazione dei servizi ecosistemici nelle misure dell'attività economica.

<sup>1</sup> Cfr. Nazioni Unite, [Sistema di contabilità economico ambientale](#).

<sup>2</sup> Cfr. Eurostat, *Contabilità degli ecosistemi e dei loro servizi nell'Unione europea* (INCA), 2021.

**Ricerche recenti hanno dimostrato la natura altamente non lineare della perdita di biodiversità<sup>3</sup>.** Sebbene le perdite finanziarie finora individuate possano sembrare limitate, è importante riconoscere che anche eventi apparentemente minori, come la perdita di una singola specie di api, possono avere effetti a catena che hanno un impatto economico sostanziale. La perdita di specie può frenare la produttività economica e rendere più fragile la fornitura di servizi ecosistemici. Tale fragilità può compromettere la capacità di tenuta economica, ridurre le opportunità di crescita e aggravare la nostra esposizione a future perdite di biodiversità. Il degrado della natura può pertanto dispiegare importanti effetti economici di cui le banche centrali dovrebbero essere consapevoli per mantenere la stabilità finanziaria e dei prezzi. Di fatto, le notizie negative sul fronte della biodiversità stanno già comportando l'aumento delle misure del rischio sui mercati finanziari, soprattutto nei paesi in cui gli ecosistemi sono più impoveriti<sup>4</sup>.

**Le banche centrali possono conseguire i propri obiettivi in materia di stabilità dei prezzi e finanziaria solo se comprendono e prevedono come gli shock e le tendenze economiche influiscono sull'inflazione, sull'economia in generale e sul sistema finanziario.** Considerato che i cambiamenti climatici e il degrado della natura sono suscettibili di causare gravi perturbazioni economiche, tali crisi ambientali dovrebbero essere integrate negli assetti strategici, unitamente a fattori quali la globalizzazione, l'andamento demografico e l'innovazione finanziaria. Poiché esse comportano gravi rischi che possono influenzare il ciclo economico, vi è l'urgente necessità di un'analisi approfondita e di un'azione politica incisiva. Durante l'uragano Sandy, ad esempio, le zone umide costiere degli Stati Uniti nordorientali hanno impedito danni causati dalle inondazioni quantificabili in 625 milioni di dollari<sup>5</sup>. Ciò dimostra come la ridotta capacità degli ecosistemi di proteggere dalle alluvioni aumenti la probabilità che futuri eventi di precipitazioni estreme causino inondazioni, perturbando l'attività economica alla frequenza del ciclo economico. La perdita di tali servizi ecosistemici può comportare danni maggiori, con effetti duraturi sull'economia, sulle infrastrutture e sulla stabilità finanziaria della regione interessata.

**Il presente articolo esamina le implicazioni del degrado della natura e della perdita di biodiversità per l'economia e la stabilità finanziaria.** Analizza, inoltre, le determinanti della perdita di biodiversità, la loro interconnessione con i cambiamenti climatici e l'impatto rilevante di tali rischi nell'area dell'euro. L'articolo evidenzia, altresì, i progressi compiuti nella quantificazione dei rischi legati alla natura, presentando un riquadro con valutazioni effettuate da istituzioni finanziarie olandesi e francesi e infine delinea i passi successivi per la gestione di tali rischi e delle loro implicazioni in una prospettiva di banca centrale.

---

<sup>3</sup> Cfr. Giglio, S., Kuchler, T., Stroebel, J. e Wang, O., "The economics of biodiversity loss", lavoro presentato al Forum della BCE su Central Banking *Monetary policy in an era of transformation*, Sintra, Portogallo, 2024.

<sup>4</sup> *ibid.*

<sup>5</sup> Cfr. Narayan, S. et al., "The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA", *Scientific Reports*, 7, 9463, 2017.

## 2 Determinanti della perdita di biodiversità e interconnessioni con i cambiamenti climatici

**L'attività umana impoverisce la biodiversità e minaccia la continuità nella fornitura di servizi ecosistemici fondamentali.** Le esigenze umane hanno superato la capacità del pianeta di fornire servizi ecosistemici in modo sostenibile, con conseguenti tassi senza precedenti di degrado della natura e perdita di biodiversità<sup>6</sup>. Le popolazioni di animali selvatici monitorate a livello mondiale sono diminuite in media del 69 per cento dal 1970<sup>7</sup>. Il tasso globale di estinzione delle specie è attualmente da decine a centinaia di volte superiore alla media degli ultimi dieci milioni di anni<sup>8</sup>. L'Europa non fa eccezione, con oltre l'80 per cento degli habitat attualmente in deterioramento<sup>9</sup>. Lo stato di conservazione e le tendenze degli habitat sono peggiori per gli impollinatori rispetto ad altre specie.

**Le principali determinanti alla base della perdita di biodiversità e dei cambiamenti ecosistemici sono l'uso del suolo e del mare, i cambiamenti climatici, l'eccessivo sfruttamento delle risorse naturali (viventi e non), l'inquinamento e le specie invasive<sup>10</sup>.** L'uso del suolo e del mare comprende la conversione di habitat incontaminati, quali foreste e zone umide, ad altre finalità, compresi gli utilizzi come terreni agricoli e aree urbane. Dal 1990 in tutto il mondo sono andati persi quasi 420 milioni di ettari di foreste, una superficie delle dimensioni dell'Unione europea. I cambiamenti climatici rappresentano una minaccia crescente per la biodiversità, che già mette a rischio una specie su sei a livello mondiale. Mettono inoltre a repentaglio gli ecosistemi che fungono da riserve di carbonio vitali e che sono fondamentali per conseguire gli obiettivi di mitigazione climatica. Le specie invasive, introdotte dall'attività umana, possono perturbare gli ecosistemi locali, delocalizzare specie autoctone e incidere in modo significativo sull'economia, sull'ambiente e sulla salute pubblica. Esse svolgono un ruolo chiave nel 60 per cento delle estinzioni di piante e animali a livello mondiale e hanno comportato, nel 2019, costi economici globali superiori a 423 miliardi di dollari l'anno<sup>11</sup>.

**La perdita di biodiversità può anche amplificare i cambiamenti climatici e i relativi rischi, in particolare quando il degrado o la perdita riguarda gli ecosistemi che conservano il carbonio o forniscono benefici in termini di adattamento.** Il ripristino degli ecosistemi può ridurre i rischi legati al clima, ma non sempre vale il contrario: le misure volte a combattere i cambiamenti climatici possono apportare benefici alla natura, ma anche contribuire al suo degrado. Ne sono un esempio le iniziative di riforestazione non adeguatamente pianificate,

<sup>6</sup> Cfr. Nazioni Unite, Quadro globale per la biodiversità Kunming-Montreal (CBD/COP/DEC/15/4), dicembre 2022.

<sup>7</sup> Cfr. WWF – World Wide Fund for Nature, *Living Planet Report 2022 – Costruire una società nature-positive*, 2022.

<sup>8</sup> Cfr. Nazioni Unite, *Species Extinction Rate Hundreds of Times Higher Than in Past 10 Million Years, Secretary-General Observance Message, Urging Action to End Biodiversity Loss by 2030*, comunicato stampa, 22 maggio 2022.

<sup>9</sup> Cfr. Agenzia europea dell'ambiente, "Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive", 2021.

<sup>10</sup> Cfr. Brondizio, E.S., Settele, J., Díaz, S. e Ngo, H.T. (a cura di), *Global assessment report on biodiversity and ecosystem services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services*, segretariato dell'IPBES, Bonn, Germania, 2019.

<sup>11</sup> Cfr. IPBES, *Thematic Assessment Report on Invasive Alien Species and their Control*, 2023.

come le monoculture, o l'estrazione di minerali essenziali per la transizione energetica in punti nevralgici per la biodiversità. Tali situazioni evidenziano il rafforzamento dei rischi e delle potenziali contropartite, richiedendo un approccio integrato per affrontare i rischi legati al clima e alla natura in senso lato<sup>12</sup>.

**Poiché l'entità del degrado della natura diventa ogni giorno più evidente, gli sforzi per arrestare e invertire la perdita di risorse naturali stanno registrando un'accelerazione, il che a sua volta pone anche alle istituzioni finanziarie l'onere della gestione dei relativi rischi economici e finanziari.** Nel dicembre 2022 l'UE e 195 paesi hanno adottato il quadro globale per la biodiversità (Global Biodiversity Framework, GBF) Kunming-Montreal, considerato importante per la natura e la biodiversità quanto l'accordo di Parigi del 2015 lo è stato per stimolare l'azione contro i cambiamenti climatici. Il GBF incorpora obiettivi quali la protezione di almeno il 30 per cento del suolo e dell'acqua a livello mondiale entro il 2030 e la riduzione di sovvenzioni pubbliche dannose di almeno 500 miliardi di dollari l'anno. Esso mira inoltre a mobilitare almeno 200 miliardi di dollari all'anno entro il 2030, provenienti da fonti pubbliche e private, per sostenere efficacemente le strategie in materia di biodiversità, ad esempio incoraggiando gli investimenti privati e promuovendo meccanismi finanziari innovativi. È importante sottolineare che i firmatari sono tenuti a impegnarsi a garantire che le istituzioni finanziarie "monitorino, valutino e forniscano con regolarità un'informativa trasparente riguardo ai propri rischi, alle dipendenze e agli impatti sulla biodiversità, che comprenda [...] in tutte le loro fasi le operazioni, le catene di approvvigionamento e di valore e i portafogli"<sup>13</sup>.

**Per affrontare il preoccupante tasso di degrado degli ecosistemi, l'UE, nell'ambito del Green Deal europeo, sta attuando una serie di politiche e normative mirate.** Ne sono esempi la sua strategia sulla biodiversità per il 2030, i piani per rafforzare le direttive comunitarie concernenti la conservazione degli uccelli e degli habitat e l'iniziativa a favore degli impollinatori. Nel giugno 2024 l'UE ha adottato la legge sul ripristino della natura, un regolamento incentrato su azioni quali il risanamento degli ecosistemi degradati, il rafforzamento della biodiversità, l'aumento degli spazi verdi urbani e il miglioramento della resilienza degli habitat naturali ai cambiamenti climatici<sup>14</sup>. I paesi dell'UE sono tenuti a presentare alla Commissione i rispettivi piani nazionali di ripristino entro due anni dall'entrata in vigore della normativa. Tali piani devono delineare le loro strategie per il conseguimento degli obiettivi stabiliti. La legge sul ripristino della natura introduce rischi di transizione in quanto le imprese dovranno adattarsi a nuove normative, ma offre anche benefici a lungo termine per la stabilità finanziaria attraverso la conservazione degli ecosistemi e dei loro servizi.

---

<sup>12</sup> Network for Greening the Financial System, *Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors*, NGFS, luglio 2024.

<sup>13</sup> **Obiettivo 15 del GBF:** Businesses Assess, Disclose and Reduce Biodiversity-Related Risks and Negative Impacts.

<sup>14</sup> Commissione Europea, "Nature Restoration Law: A Regulation supporting the restoration of ecosystems for people, the climate and the planet".

### 3 Il degrado della natura e la perdita di biodiversità comportano rischi economici e finanziari rilevanti

**I rischi legati alla natura possono influire sulla stabilità dei prezzi e finanziaria attraverso molteplici canali di trasmissione.** Come nel caso degli impatti climatici più noti, i rischi fisici derivanti dalla minaccia che il degrado della natura rappresenta per le attività economiche che dipendono dagli ecosistemi possono essere distinti dai rischi di transizione derivanti da cambiamenti delle politiche, precedenti giuridici, preferenze dei consumatori e clima di fiducia del mercato, ecc. Il rischio di controversie, quale sottoinsieme del rischio fisico e di transizione, può derivare da una serie di fattori, tra cui richieste di risarcimento, modifiche di policy e normative e comportamenti scorretti<sup>15</sup>.

**I rischi fisici si presentano sia in forma acuta sia in forma cronica e incidono in particolare sui settori che dipendono maggiormente da specifici servizi ecosistemici (cfr. la figura 1).** Il degrado acuto è brusco, dovuto ad esempio agli incendi boschivi, alle fuoriuscite di petrolio e ai parassiti. Il degrado cronico, come quello del suolo, che alla fine rende i terreni agricoli inadatti alla coltivazione, si accumula nel tempo. Distinguere tra impatti acuti e cronici può essere difficile, dal momento che i vari elementi in natura sono fortemente interconnessi, il che comporta effetti composti e punti critici difficili da prevedere<sup>16</sup>. In questo modo, il degrado cronico può comportare, in un determinato momento, un improvviso grave deterioramento dei servizi ecosistemici.

**I rischi di transizione incidono particolarmente sulle attività che causano il degrado della natura e sono quindi reattivi agli sforzi volti a proteggerla e a ripristinarla (cfr. la figura 1).** I governi stanno intensificando gli sforzi per proteggere la natura e la biodiversità, rafforzando le normative e le politiche che limitano lo sfruttamento delle risorse naturali o vietano determinati prodotti che innescano il degrado. L'innovazione tecnologica, i nuovi modelli imprenditoriali e i cambiamenti nel clima di fiducia dei consumatori o degli investitori potrebbero, analogamente, comportare rischi e costi di transizione in quanto le imprese sono costrette ad adattarsi.

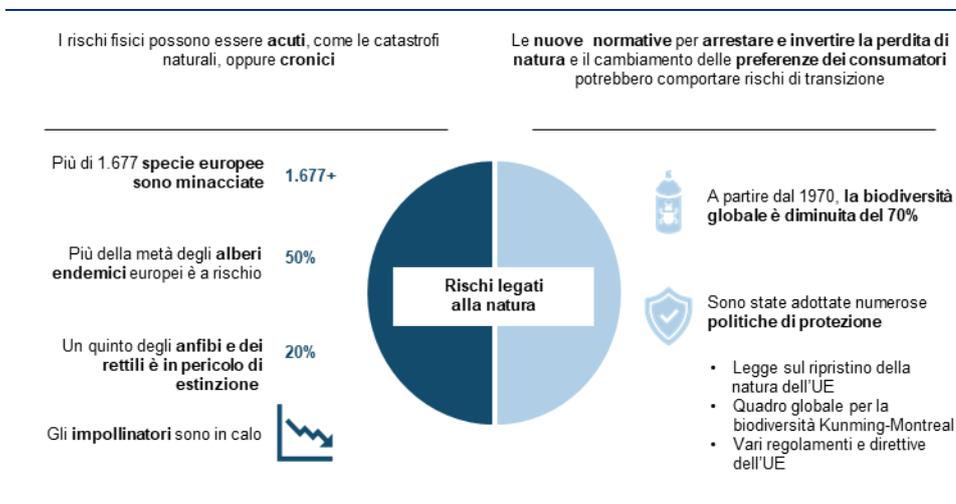
---

<sup>15</sup> Cfr. O'Connell, M., "Birth of a naturalist? Nature-related risks and biodiversity loss: legal implications for the ECB", *Legal Working Paper Series*, n. 22, BCE, giugno 2024.

<sup>16</sup> Gli impatti composti negli ecosistemi interconnessi si verificano quando interagiscono molteplici fattori di stress ambientale con conseguenze più gravi di quelle che un singolo fattore potrebbe causare da solo. Cfr. Lenton, T.M. et al. (a cura di), *The Global Tipping Points Report 2023*, Università di Exeter, Regno Unito, per evidenze sull'esistenza di punti critici in una pluralità di ecosistemi, tra cui il disseccamento delle foreste, la desertificazione delle terre aride, l'eutrofizzazione dei laghi, l'estinzione delle barriere coralline e il collasso delle risorse ittiche.

**Figura 1**

**Il degrado della natura, compresa la perdita di biodiversità, comporta rischi fisici e di transizione per l'economia europea e il sistema finanziario**

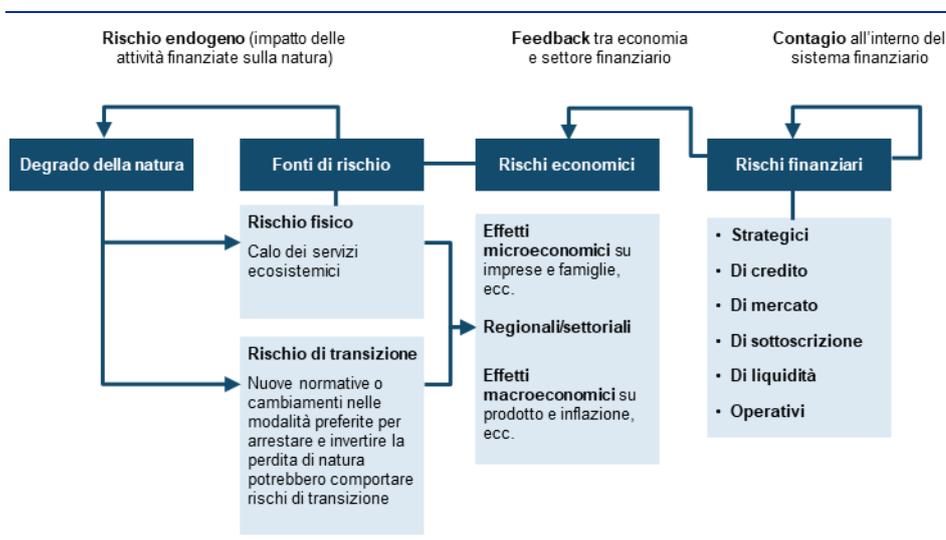


Fonte: BCE.

**Il concretizzarsi di rischi sia fisici sia di transizione può avere importanti implicazioni per l'obiettivo della stabilità dei prezzi del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) sancito dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e determinare perdite in grado di minacciare la stabilità finanziaria (cfr. la figura 2).** Tali impatti possono essere diretti: ad esempio, l'erosione del suolo e la perdita di impollinatori compromettono la produttività agricola e spingono verso l'alto i prezzi dei prodotti alimentari, riducendo nel contempo il valore dei terreni e il reddito degli agricoltori. Gli impatti possono anche essere indiretti, in quanto le catene del valore trasmettono all'economia nazionale impulsi originati in altre parti del mondo. Per singole istituzioni o sistemi finanziari, gli impatti economici possono successivamente tradursi, attraverso le attività finanziate, in rischi finanziari (compresi i rischi di credito, di mercato e di sottoscrizione). Essi possono essere amplificati dal cumulo dei singoli rischi o dal contagio finanziario, e possono anche essere endogeni, a motivo dei danni alla natura causati dall'attività economica finanziata da tali istituzioni. Gli effetti macroeconomici di questi rischi connessi alla natura potrebbero incidere sull'attuazione della politica monetaria, anche attraverso turbative alla stabilità finanziaria. Inoltre, se i rischi legati alla natura si materializzassero in modo diverso nei vari paesi, la trasmissione omogenea degli impulsi di politica monetaria all'interno dell'area dell'euro potrebbe essere compromessa.

**Figura 2**

**Canali di trasmissione nel quadro della valutazione dei rischi legati alla natura**



Nota: questo grafico è stato adattato da NGFS, "Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors", luglio 2024.

**Oltre all'impatto diretto sull'obiettivo primario, il SEBC deve anche considerare le ulteriori disposizioni del Trattato.**

Laddove la protezione della natura contribuisca direttamente all'attenuazione delle crisi climatiche, essa può essere considerata coerente con l'obbligo del SEBC di sostenere le politiche economiche generali nell'UE<sup>17</sup>. Inoltre, ai sensi degli articoli 7 e 11 del Trattato, il SEBC deve assicurare la coerenza con il diritto dell'Unione, integrare le esigenze connesse con la tutela dell'ambiente nelle sue politiche e attività e astenersi dal prendere decisioni che le contrastino.

## 4 Progressi nella quantificazione dei rischi legati alla natura

**Una recente analisi della BCE ha rivelato che l'economia e il sistema finanziario dell'area dell'euro sono fortemente dipendenti dalla natura e dai servizi ecosistemici che essa fornisce**<sup>18</sup>. Su 4,2 milioni di società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro, il 72 per cento è fortemente dipendente dai servizi ecosistemici e subirebbe notevoli contraccolpi economici a causa del degrado degli ecosistemi. Ad esempio, la copertura fornita dalla vegetazione riduce l'erosione del suolo, impedisce valanghe e frane e fornisce protezione da alluvioni e tempeste. Circa il 75 per cento di tutti i prestiti alle imprese nell'area dell'euro è concesso a SNF che dipendono fortemente da almeno un servizio ecosistemico (cfr. il grafico 1). Se il degrado ambientale continuasse a seguire le tendenze attuali, i portafogli di prestiti potrebbero risentirne in misura significativa, con maggiori vulnerabilità concentrate in determinate regioni e settori economici.

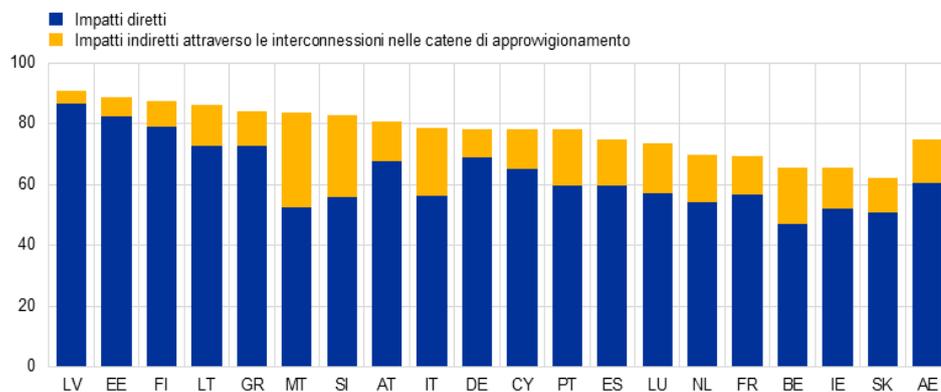
<sup>17</sup> Cfr. O'Connell, M., op. cit.

<sup>18</sup> Cfr. Boldrini, S., Ceglar, A., Lelli, C., Parisi, L. e Heemskerk, I., "Living in a world of disappearing nature: physical risk and the implications for financial stability", *Occasional Paper Series*, n. 333, BCE, 2023.

## Grafico 1

### Esposizione dei portafogli di prestiti delle banche dell'area dell'euro ai rischi legati alla natura

(dicembre 2021, asse delle ordinate: in percentuale; quota di prestiti con elevati punteggi di dipendenza)



Fonti: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le quote dei prestiti con un elevato punteggio di dipendenza (superiore a 0,7) per almeno un servizio ecosistemico. Un prestito è classificato come altamente dipendente quando l'impresa debitrice ha un punteggio di dipendenza diretta sufficientemente elevato (porzione blu dell'istogramma) o una dipendenza sufficientemente elevata ove si tenga conto delle possibili interconnessioni nelle catene di approvvigionamento (porzione gialla).

### Un'ulteriore analisi della BCE approfondisce il modo in cui l'economia dell'area dell'euro sta influenzando la natura e i servizi ecosistemici, e dimostra la duplice rilevanza dei rischi legati alla natura.

L'economia dell'area dell'euro ha influito in misura significativa sulla natura e sulla biodiversità attraverso due fattori principali: l'uso del suolo e i cambiamenti climatici<sup>19</sup>. In totale, le SNF dell'area dell'euro generano un impatto locale equivalente alla perdita di circa 365 milioni di ettari di habitat naturale nella sola area. Questa misura riguarda la perdita di biodiversità derivante: a) dalla conversione dei terreni già osservata e b) dalla probabile perdita di biodiversità nei prossimi 100 anni dovuta al potenziale di riscaldamento globale delle emissioni di gas a effetto serra registrate nel 2021.

### I rischi legati alla natura hanno una portata globale e l'impatto ambientale causato dalle esigenze delle catene di approvvigionamento delle SNF dell'area dell'euro si estende a tutto il mondo.

Le SNF dell'area dell'euro dipendono da materie prime provenienti da paesi extraeuropei, e promuovono attività quali l'estrazione mineraria che contribuiscono al degrado della natura. Asia e Africa sono le aree più colpite, a causa dell'elevata dipendenza delle SNF dell'area dell'euro dall'offerta di prodotti agricoli, minerali e manifatturieri provenienti da questi continenti. In totale, alle SNF dell'area dell'euro è riconducibile una perdita di habitat naturali pari a circa 217 milioni di ettari al di fuori dell'area. L'impatto combinato a livello europeo e mondiale equivale alla perdita di 582 milioni di ettari di zone naturali incontaminate in tutto il mondo (un'area pari a quasi il 60 per cento delle dimensioni dell'Europa continentale). Dato che tale calcolo esclude alcune ulteriori e significative determinanti della perdita di biodiversità, come lo sfruttamento non

<sup>19</sup> Cfr. Ceglar, A., Boldrini, S., Lelli, C., Parisi, L. e Heemskerk, I., "The impact of euro area economy and banks on biodiversity", *Occasional Paper Series*, n. 335, BCE.

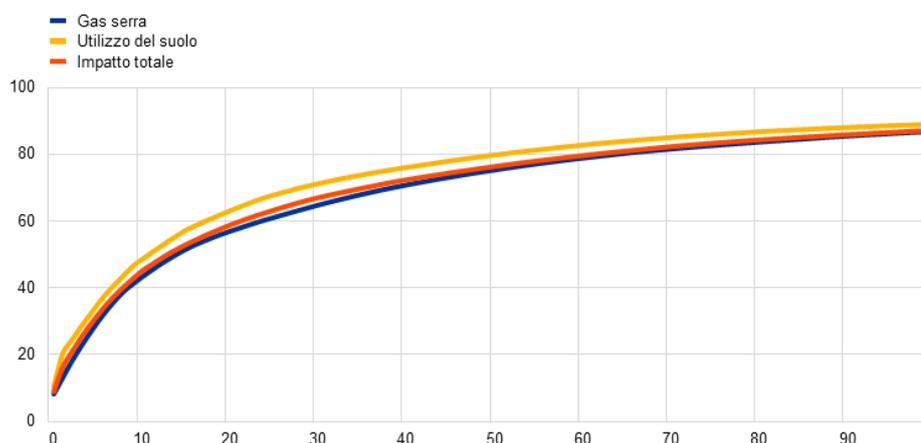
sostenibile delle risorse naturali e l'inquinamento, è probabile che esso sottostimi il dato reale della perdita di biodiversità.

**L'impatto negativo sulla biodiversità finanziato dalle banche dell'area dell'euro è altamente concentrato (cfr. il grafico 2).** Le dieci banche che hanno il maggiore impatto sulla natura sono responsabili del finanziamento di circa il 40 per cento della perdita di biodiversità, stimata a livello mondiale, causata dalle SNF dell'area dell'euro. Tale quota raggiunge circa il 90 per cento per le 100 banche con l'impatto maggiore (sulle 2.500 incluse nello studio), indicando un'elevata concentrazione di attività di finanziamento con impatto negativo sulla biodiversità e, di conseguenza, del rischio di transizione. Una normativa volta a invertire il degrado della natura potrebbe avere ripercussioni economiche su tali istituzioni finanziarie.

## Grafico 2

Concentrazione dell'impatto sulla biodiversità finanziato dalle banche dell'area dell'euro

(dicembre 2021, asse delle ordinate: in percentuale, asse delle ascisse: numero di banche)



Fonti: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – a Moody's Analytics company, iBACH e Schipper et al.\*.

Note: concentrazione dell'impatto sulla biodiversità nell'area dell'euro finanziato dalle 100 banche con maggiore contributo per tipo di pressione. Gli impatti sono attribuiti dal prestatore alle banche in base alla quota della banca sull'indebitamento totale dello stesso. Le perdite di biodiversità sono calcolate sommando l'impatto di un prestatore sull'abbondanza media delle specie derivante dalle emissioni di gas a effetto serra e dalla superficie di terreno utilizzata per la produzione di beni.

\*) Schipper, A.M. et al., "Projecting terrestrial biodiversity intactness with GLOBIO 4", *Global Change Biology*, vol. 26, n. 2, 2019, pagg. 760-771.

**È essenziale comprendere come le banche e il sistema finanziario in generale siano esposti all'amplificazione dei rischi legati al clima a causa del degrado dei servizi ecosistemici.** Il rischio più elevato per le banche dell'area dell'euro si concretizzerà probabilmente come effetto combinato di clima e natura. Il pannello a)

del grafico 3 illustra la dipendenza settoriale dall'approvvigionamento idrico di superficie e l'esposizione stimata al rischio di siccità tra il 2030 e il 2040.

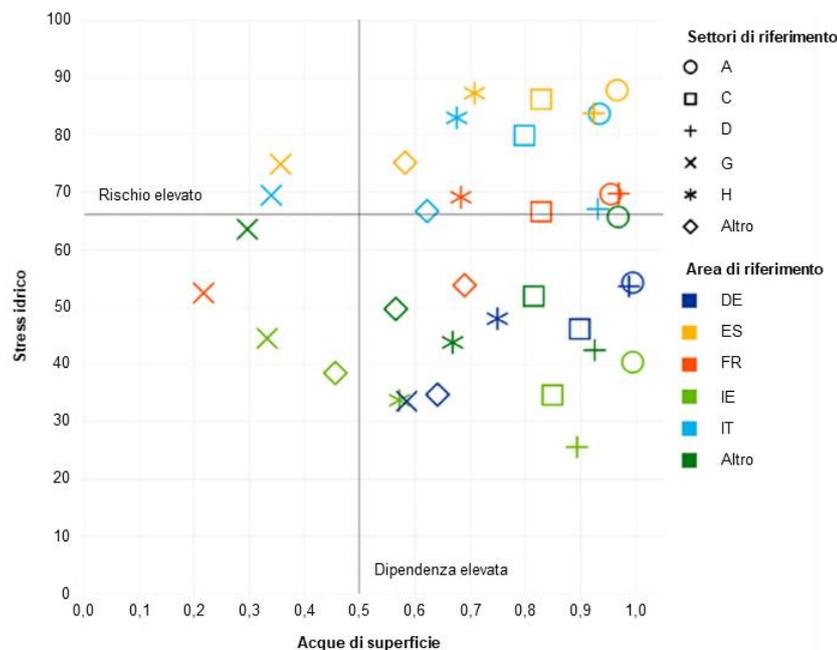
La maggiore dipendenza di un settore economico dall'approvvigionamento idrico di superficie può essere accompagnata da un elevato rischio di siccità, che potrebbe amplificare l'impatto sulle SNF in tali settori e sulle banche che erogano loro prestiti. Un'ampia quota di prestiti nell'Europa meridionale è concessa alle SNF in settori esposti a entrambi i rischi (cfr. il pannello b) del grafico 3).

### Grafico 3

#### Rischio fisico nello spazio climatico e naturale

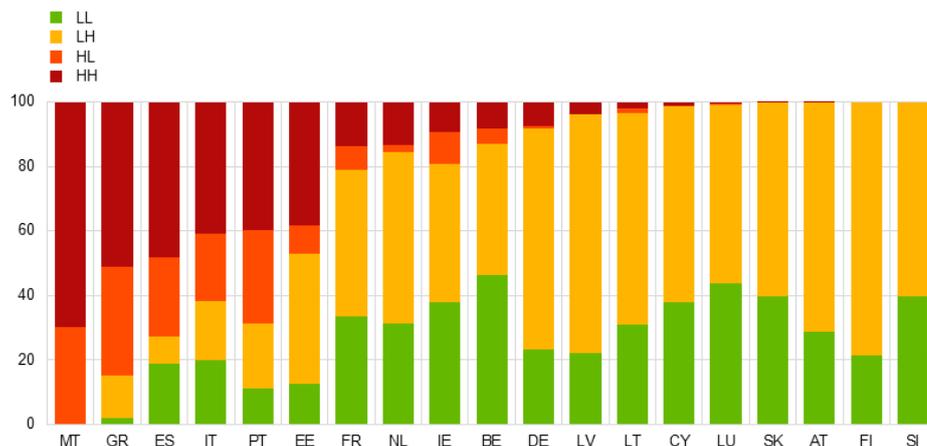
##### a) Livello medio di rischio per paese-settore

(asse delle ordinate: livello medio dell'indice di stress idrico per il 2031-2040, asse delle ascisse: punteggio medio di dipendenza)



##### b) Quota di prestiti per paese di residenza e livello di rischio delle SNF

(dicembre 2021, asse delle ordinate: in percentuale; quota di prestiti per livello di rischio)



Fonti: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – a Moody's Analytics company, iBACH e Alogoskoufis et al.\*.  
 Note: il pannello a) mostra il livello medio di rischio di stress idrico per il 2031-2040 (asse delle ordinate) e il punteggio medio di dipendenza dalle acque di superficie (asse delle ascisse) per paese-settore (classificazione NACE), con il livello di granularità indicato di seguito: A (agricoltura, silvicoltura e pesca), C (attività manifatturiere), D (fornitura di energia elettrica), G (commercio all'ingrosso e al dettaglio), H (trasporto e magazzinaggio) e "Altro" per i settori di riferimento. Il punteggio dello stress idrico misura le variazioni previste nel tempo dell'andamento di condizioni simili alla siccità. Il pannello b) mostra, per ciascun paese dell'area dell'euro, la quota dei prestiti alle SNF dell'area sulla base dei rispettivi livelli combinati di rischio climatico e naturale. LL (low climate risk, low nature dependency) indica rischio climatico e dipendenza dalla natura bassi, LH (low climate risk, high nature dependency) indica un rischio climatico basso e dipendenza dalla natura elevata, HL (high climate risk, low nature dependency) indica un rischio climatico elevato e bassa dipendenza dalla natura e HH (high climate risk, high nature dependency) indica un rischio climatico e una dipendenza dalla natura elevati.  
 \*)Alogoskoufis, S. et al., "ECB economy-wide climate stress test", *Occasional Paper Series*, n. 281, 2021.

#### L'analisi della BCE adotta una prospettiva di lungo periodo e identifica le vulnerabilità delle banche dell'area dell'euro rispetto alle future perdite di

**biodiversità (cfr. il grafico 4).** Se a livello mondiale proseguisse l'andamento attuale delle emissioni e si continuasse a esercitare una pressione significativa sulla biodiversità (scenario avverso), le perdite per le banche dell'area dell'euro potrebbero essere in media quasi tre volte superiori rispetto a quelle previste in uno scenario futuro di utilizzo efficiente delle risorse, in linea con l'accordo di Parigi (scenario di sostenibilità). L'analisi dimostra che le perdite maggiori si verificherebbero in Germania, dato il grado di dipendenza dei settori economici più forti del paese, come quello manifatturiero, dai livelli di biodiversità. Ulteriori risultati dell'analisi mostrano che le banche meno capitalizzate sono più esposte al rischio di biodiversità. Le banche di minori dimensioni tendono ad avere portafogli più concentrati e a operare su regioni più piccole, mentre le banche più grandi sono maggiormente in grado di diversificare i propri portafogli<sup>20</sup>.

#### **Anche le istituzioni finanziarie non bancarie sono esposte alle conseguenze economiche del degrado della natura e della perdita di biodiversità.**

L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) segnala che circa il 30 per cento degli investimenti delle compagnie di assicurazione è fortemente dipendente dalla natura e dai servizi ecosistemici che essa fornisce<sup>21</sup>. La valutazione globale dell'Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (IPBES)<sup>22</sup> e il rapporto Dasgupta<sup>23</sup> sottolineano che integrando le considerazioni sulla biodiversità nelle proprie decisioni di investimento le istituzioni finanziarie non bancarie possono svolgere un ruolo centrale nella riduzione dei rischi associati al degrado della natura, promuovendo nel contempo la conservazione degli ecosistemi.

#### **Altre ricerche condotte dall'Eurosistema evidenziano la crescente consapevolezza delle banche centrali e delle autorità di vigilanza dei significativi rischi macroeconomici e per la stabilità finanziaria derivanti dal degrado della natura.**

La De Nederlandsche Bank (DNB) ha reso noto che un totale di 510 miliardi di euro di investimenti di banche, fondi pensione e compagnie di assicurazione olandesi (equivalenti al 36 per cento del portafoglio di oltre 1.400 miliardi di euro preso in esame) sono fortemente dipendenti dai servizi ecosistemici<sup>24</sup>. La DNB ha inoltre valutato i potenziali rischi di transizione, evidenziando esposizioni significative nei confronti di settori responsabili di emissioni di azoto e rispetto alle politiche di protezione degli ecosistemi adottate a livello mondiale. Analogamente, la Banque de France ha riscontrato che il 42 per cento del valore dei titoli detenuti dalle istituzioni finanziarie francesi proviene da emittenti fortemente dipendenti dai servizi ecosistemici, con un'impronta di biodiversità

<sup>20</sup> Cfr. Boldrini, S. et al., op. cit. Cfr. il grafico 18 del capitolo 4.2.

<sup>21</sup> Cfr. *EIOPA Staff paper on nature-related risks and impacts for insurance*, EIOPA-23/247, 2023.

<sup>22</sup> Cfr. Brondizio, E.S. et al., op. cit.

<sup>23</sup> Cfr. Dasgupta, P., *The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review*, Tesoro britannico, 2021.

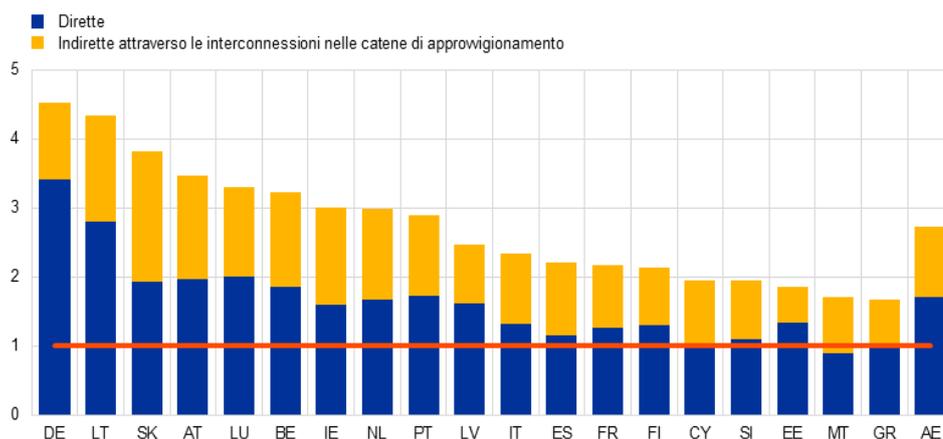
<sup>24</sup> Cfr. van Toor, J., Piljic, D., Schellekens, G., van Oorschot, M. e Kok, M., *Indebted to nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector*, De Nederlandsche Bank/ Planbureau voor de Leefomgeving, 2020.

paragonabile alla perdita di 13 milioni di ettari di natura incontaminata<sup>25</sup>. Le valutazioni relative ai settori finanziari irlandesi e lituani hanno prodotto risultati analoghi, sottolineando la diffusa rilevanza dei rischi finanziari legati alla natura<sup>26</sup>. Il riquadro 1 analizza in maggiore dettaglio le ricerche attualmente in corso.

#### Grafico 4

Rapporto tra le variazioni delle perdite attese nei portafogli creditizi delle banche nello scenario avverso di biodiversità e nello scenario di sostenibilità entro il 2050

(dicembre 2021, rapporto tra perdite attese delle banche)



Fonti: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit ed elaborazioni della BCE.

Note: rapporto tra le variazioni delle perdite attese per le banche nello scenario avverso di biodiversità (basato sullo scenario SSP5 x RCP8.5 dell'Intergovernmental Panel on Climate Change) e nello scenario di sostenibilità (basato sullo scenario SSP1 x RCP2.6). Lo scenario avverso è caratterizzato da una crescita economica robusta, una società orientata al consumo e a elevata intensità energetica e pratiche agricole altamente intensive, ed è associato a un livello di cambiamenti climatici elevato. Viceversa, lo scenario di sostenibilità è caratterizzato da una crescita demografica relativamente bassa, una minima crescita dei consumi riconducibile a stili di vita che hanno un impatto minore sulle risorse (ad esempio, una riduzione del consumo di carne) e tecnologie più efficienti, da una regolamentazione più stringente in materia di cambi di destinazione d'uso dei terreni che prevede l'ampliamento delle aree protette e il miglioramento sostanziale della produttività agricola per favorire la riforestazione. Tale scenario è associato a un livello di cambiamenti climatici basso. Le perdite attese sono inizialmente calcolate a livello di prestatore-prestatore, utilizzando come shock le variazioni dell'abbondanza media delle specie. Lo shock viene quindi moltiplicato per il punteggio di dipendenza dai servizi ecosistemici del prestatore, calcolato utilizzando EXIOBASE ed ENCORE e l'importo non garantito del prestito concesso. I risultati sono aggregati a livello nazionale utilizzando come pesi l'importo dei prestiti.

### Riquadro 1

#### Valutazione dei rischi legati alla natura per le istituzioni finanziarie olandesi e francesi

a cura di Marie Gabet e Sjoerd van der Zwaag

##### Fase 1: identificare le fonti di rischio

La De Nederlandsche Bank (DNB) e la Banque de France hanno analizzato l'esposizione dei rispettivi sistemi finanziari nazionali ai servizi ecosistemici per comprenderne meglio gli impatti e le dipendenze.

L'analisi della DNB ha rilevato che il 36 per cento dei portafogli delle istituzioni finanziarie olandesi esaminate è fortemente dipendente dai servizi ecosistemici, ma il dato riflette solo le dipendenze

<sup>25</sup> Cfr. Svartzman, R., Espagne, E., Gauthey, J., Hadji-Lazaro, P., Salin, M., Allen, T., Berger, J., Calas, J., Godin, A. e Vallier, A., "A 'Silent Spring' for the Financial System? Exploring Biodiversity-Related Financial Risks in France", *Working Paper Series*, n. 826, Banque de France, agosto 2021.

<sup>26</sup> Cfr. KPMG, *The Nature of Finance. Assessing the nature-related risks and opportunities for the Irish Financial Sector, 2023*; Borges, S. e Laurinaityte, N.M., "Assessing Nature-Related Financial Risks: The Case of Lithuania", *Occasional Paper Series*, n. 48, Lietuvos bankas, 2023.

dirette dalla natura<sup>27</sup>. Lo studio condotto dalla Banque de France sui titoli detenuti dalle istituzioni finanziarie francesi affina questa analisi includendo le dipendenze indirette<sup>28</sup>. Esso fornisce stime basate sui dati ricavati dalle statistiche sulle disponibilità in titoli per settore (Securities Holding Statistics by Sector, SHSS) della BCE, concentrandosi sulle azioni quotate e sui titoli di debito emessi dalle società non finanziarie e detenuti dalle istituzioni finanziarie francesi alla fine del 2019. Ne emerge che il 42 per cento del valore proviene da emittenti che dipendono fortemente da uno o più servizi ecosistemici, quali la fornitura di acqua, il controllo dell'erosione o la protezione da alluvioni e tempeste<sup>29</sup>. La perturbazione di tali servizi ecosistemici potrebbe comportare una sostanziale interruzione della produzione, evidenziando l'elevata vulnerabilità del portafoglio a potenziali shock.

Lo studio rileva inoltre che le attività economiche finanziate dalle istituzioni finanziarie francesi hanno un notevole impatto sulla natura, paragonabile alla perdita stimata di almeno 13 milioni di ettari di natura incontaminata, che equivalgono al degrado totale dei terreni di un quarto della Francia continentale. La causa principale di tale impatto è la pressione esercitata dai cambi di destinazione d'uso dei terreni. A tale impronta contribuiscono diversi settori economici, tra cui la produzione di sostanze chimiche, la trasformazione dei prodotti lattiero-caseari e la produzione e la distribuzione del gas.

La DNB ha inoltre condotto uno studio pilota avvalendosi di un approccio LEAP integrato (locate, evaluate, assess and prepare - localizzare, valutare, stimare e preparare) sviluppato dalla task force sulle comunicazioni di informazioni di carattere finanziario relative alla natura (Taskforce on Nature-related Financial Disclosures)<sup>30</sup>, su due portafogli azionari in conto proprio<sup>31</sup>. Lo studio si concentra sul settore dei servizi elettrici, combinando dati di localizzazione a livello di risorsa e punteggi individuali di rischio finanziario per acquisire informazioni sui rischi legati alla natura a livello di impresa e di portafoglio. Ne emerge che, sebbene il mix di produzione energetica conforme all'accordo di Parigi presenti una intensità di carbonio minore rispetto al portafoglio di mercato ampio gestito passivamente, ciò non riduce in misura sostanziale i rischi finanziari legati alla natura a esso associati. Ciò è da ricondurre principalmente al fatto che il mix di produzione energetica è caratterizzato da una esposizione maggiore all'energia idroelettrica, che comporta un'intensità di carbonio bassa ma impatti e dipendenze dall'acqua relativamente elevati. Le differenze di rischio sono determinate principalmente dall'ubicazione delle centrali elettriche (ad esempio, situate in prossimità di importanti ecosistemi) piuttosto che dall'intensità di carbonio.

## Fase 2: valutare i rischi economici e finanziari

Al di là di tali studi iniziali, lavori più recenti hanno puntato a quantificare meglio l'impatto economico potenziale dei rischi finanziari legati alla natura. L'analisi di una politica di transizione francese, adottata con l'obiettivo di azzerare il consumo netto di suolo entro il 2050 e di dimezzarne il tasso entro il 2031, rileva vulnerabilità differenti tra settori<sup>32</sup>. Alcuni dei settori che contribuiscono in misura

<sup>27</sup> Cfr. van Toor, J. et al., op. cit.

<sup>28</sup> Cfr. Svartzman, R. et al., op. cit.

<sup>29</sup> ibid.

<sup>30</sup> Cfr. TNFD, *Guidance on the identification and assessment of nature-related issues: The LEAP approach*, settembre 2023.

<sup>31</sup> Cfr. Tiems, I., Smid, V. e Ginther, C., *Nature-related financial risks in our own account investments: An exploratory case study and deep dive in electric utilities*, DNB, febbraio 2024.

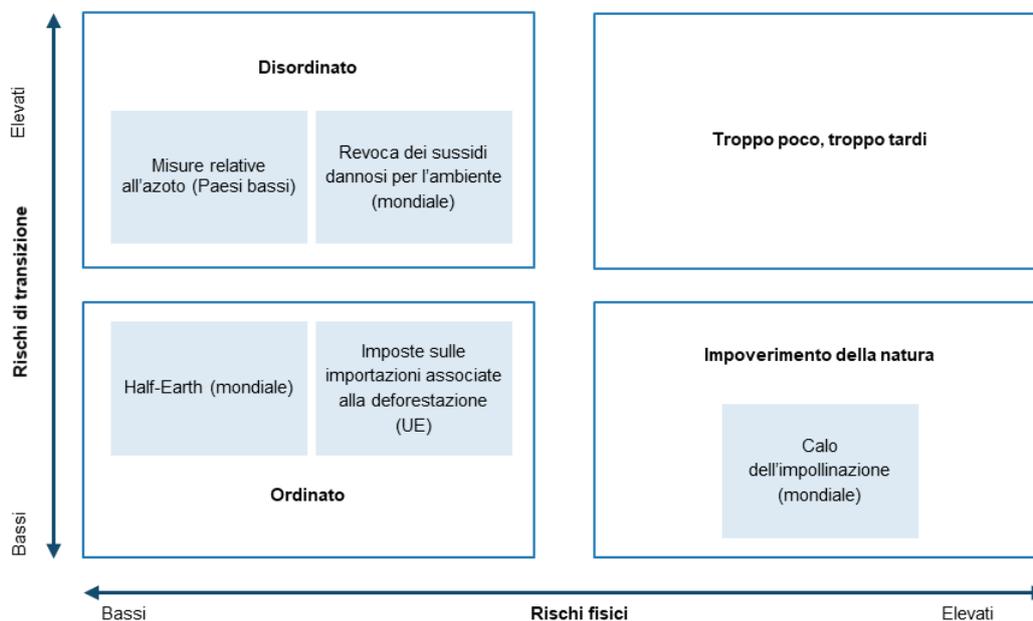
<sup>32</sup> Cfr. L'Estoile, E., Salin, M., *Who Takes the Land? Quantifying the Use of Built-Up Land by French Economic Sectors to Assess Their Vulnerability to the 'No Net Land Take' Policy*. Banque de France Working Paper 941, 2024.

più significativa al consumo di suolo, quali il commercio all'ingrosso e al dettaglio, hanno una capacità di adattamento relativamente più elevata e sono pertanto meno vulnerabili. Per contro, settori quali l'agricoltura e i servizi di alloggio e di ristorazione sarebbero i più colpiti. Anche alcuni settori che producono beni pubblici (trattamento dei rifiuti e delle acque) potrebbero affrontare difficoltà finanziarie.

L'impatto dei rischi legati alla natura dipende dalla velocità di un ulteriore degrado della stessa e dalle politiche adottate per invertirlo o rallentarlo. Lo studio della DNB analizza i rischi economici e per la stabilità finanziaria associati a cinque scenari naturali (cfr. la figura)<sup>33</sup>. Lo scenario che prevede l'eliminazione, immediata e totale, di tutte le sovvenzioni esplicite e implicite ai combustibili fossili a livello mondiale, senza tener conto dell'effetto di compensazione dello stimolo fiscale, ha un rilevante impatto massimo sul PIL pari a un calo del 3 per cento nel secondo anno. Nello scenario relativo alle emissioni di azoto nei Paesi Bassi, in base al quale le misure adottate per ridurre l'impronta di azoto sono insufficienti, l'impatto massimo sul PIL olandese è pari a un calo dell'1,4 per cento nel secondo anno successivo allo shock. Per contro, lo scenario che prevede una riduzione della produzione agricola sufficiente ad affrontare il problema dell'azoto comporta un calo massimo del PIL pari allo 0,7 per cento. Stime preliminari delle perdite su crediti delle banche olandesi nei due scenari associati all'impatto economico più ampio rilevano riduzioni di capitale a livello di sistema limitate, comprese tra 5 e 30 punti base. Tali risultati preliminari suggeriscono che dovrebbe essere possibile attuare politiche di conservazione della natura senza incidere in misura significativa sull'economia e sulla stabilità finanziaria dei Paesi Bassi.

## Figura

Tassonomia degli scenari legati alla natura



Fonte: Prodani et al., op. cit.

Nota: lo scenario Half-Earth implica preservare metà del pianeta per la conservazione della natura.

<sup>33</sup> Cfr. Prodani, J. et al., "The economic and financial stability repercussions of nature degradation for the Netherlands: Exploring scenarios with transition shocks. A first exploration", *Occasional Studies*, vol. 21-2, De Nederlandsche Bank, 2023.

La modellizzazione degli impatti economici dei rischi legati alla natura è attualmente nella fase iniziale e lo studio della DNB<sup>34</sup> presenta diversi limiti, tra cui a) l'analisi isolata delle misure politiche, mentre scenari più realistici terrebbero conto di shock multipli e simultanei; b) è probabile che l'utilizzo di un modello di equilibrio generale computabile sottostimi gli stress a breve termine; c) molte interdipendenze, tra cui le interazioni con il clima, non sono ancora colte; e d) l'eterogeneità degli effetti tra settori non viene sempre colta nei modelli economici e non è mai rilevata nei modelli delle prove di stress utilizzati. Nel complesso, l'incertezza associata ai rischi legati alla natura e le metodologie esplorative applicate nello studio indicano una sottostima degli impatti sull'economia reale e sulla stabilità finanziaria.

---

## 5 Gestione dei rischi legati alla natura: prossime fasi

**Per quantificare e valutare l'impatto sui prezzi e sulla stabilità finanziaria dell'aumento dei rischi economici e finanziari legati alla natura è necessario un approccio sistematico, proattivo ed esaustivo.** Includere le considerazioni sul clima e sulla natura nelle funzioni del SEBC comporta l'individuazione di un insieme complesso di interazioni dinamiche tra biodiversità, funzionamento dell'ecosistema, economia e sistema finanziario. Lo sviluppo di tali approcci dovrebbe prevedere le seguenti fasi: a) identificare le fonti di rischio fisico e di transizione più significative da un punto di vista macroeconomico, microprudenziale e macroprudenziale; b) valutare i rischi economici; e c) valutare i rischi per, da e all'interno del sistema finanziario.

**I modelli economici e finanziari attualmente utilizzati per valutare gli impatti dei cambiamenti climatici non colgono appieno tutte le questioni legate alla natura e, pertanto, sottostimano il probabile impatto cumulato e i conseguenti rischi.** Considerate le molteplici dimensioni che caratterizzano i rischi legati alla natura, occorre valutare uno spettro più ampio di sfide a essa connesse, insieme alle preoccupazioni climatiche. A tal fine sarà necessario: a) colmare le lacune nei dati relativi alla natura e migliorare le comunicazioni di informazioni finanziarie; b) sviluppare scenari climatici e naturali integrati per consentire una valutazione prospettica dei rischi; c) potenziare la capacità di modellizzazione per valutare gli impatti localizzati della perdita di natura su scala regionale e mondiale; e d) creare quadri di riferimento per la valutazione quantitativa dei rischi, quali prove di stress integrate sui rischi climatici e sui rischi legati alla natura.

**Per acquisire una comprensione più dettagliata delle implicazioni per gli obiettivi stabiliti nel mandato del SEBC sarà essenziale passare dall'analisi dell'esposizione alla valutazione dei rischi.** A tal fine, è necessario sviluppare ulteriormente metodi e strumenti di modellizzazione basati sui dati. La granularità dei dati spaziali è molto importante per valutare accuratamente biomi, regioni e settori specifici. Includere una maggiore granularità settoriale e geografica negli scenari e nei quadri di riferimento di valutazione, nonché diversi metodi di misurazione, con l'obiettivo di cogliere gli impatti non lineari e indiretti, è fondamentale per valutare gli

---

<sup>34</sup> ibid.

impatti indiretti e a cascata lungo le catene globali del valore. Inoltre, è necessario uno sforzo di ricerca congiunto dal punto di vista giuridico e finanziario per comprendere come le modifiche legislative si ripercuotono sulle istituzioni finanziarie, riconoscendo nel contempo la natura globale di tali rischi e la necessità di collaborare a livello internazionale. La task force sulla *perdita di biodiversità* e sui rischi legati alla natura (Taskforce on Biodiversity Loss and Nature-related risks) del Network for Greening the Financial System (NGFS) sta compiendo progressi significativi sul piano dell'integrazione dei rischi legati alla natura nelle operazioni delle banche centrali e delle autorità di vigilanza finanziaria<sup>35</sup>.

**Le autorità di vigilanza bancaria stanno già prendendo in considerazione i rischi legati alla natura e le stesse banche sono sempre più consapevoli dei rischi rilevanti che il degrado della natura e la perdita di biodiversità comportano**<sup>36</sup>. L'approccio precauzionale richiede misure proattive, anche a fronte di dati e metodologie imperfetti. Analogamente ai rischi climatici, i rischi legati alla natura possono determinare la svalutazione di attività e garanzie, una minore redditività delle imprese e compromettere l'accesso a coperture assicurative, incidendo sulle categorie di rischio finanziario tradizionali. La maggiore disponibilità di dati, unitamente allo sviluppo di conoscenze in collaborazione con scienziati e autorità di regolamentazione, offre alle autorità di vigilanza una solida base per l'integrazione tempestiva dei rischi legati alla natura nei propri assetti strategici<sup>37</sup>. Ciò è di particolare rilevanza per settori quali l'agricoltura, la silvicoltura, il settore minerario ed energetico, già responsabili dell'impatto più nocivo sulla natura e sulla biodiversità e per i quali sono disponibili dati e metodologie relativamente avanzati che possono consentire di intraprendere ulteriori azioni.

**Inoltre, le banche centrali potrebbero valutare la possibilità di integrare considerazioni legate alla natura nei propri piani e interventi di sostenibilità aziendale.** Ciò potrebbe comportare includere tali considerazioni nelle strategie di gestione delle riserve e l'utilizzo di indicatori per monitorare i rischi individuati. Considerata l'interazione significativa tra i cambiamenti climatici e il degrado della natura, potrebbe essere vantaggioso allineare i piani di azione per il clima ai principi di conservazione della natura, conformemente al quadro globale per la biodiversità. Tale strategia olistica evidenzia il potenziale ruolo delle banche centrali nella gestione dei rischi finanziari legati alla natura, bilanciando azioni immediate e pianificazione strategica a lungo termine. La vigilanza bancaria della BCE e le banche centrali dell'Eurosistema hanno già avviato alcune iniziative (cfr. il riquadro 1).

**Un obiettivo fondamentale del piano della BCE sul clima e sulla natura per il 2024-2025 è approfondire l'impatto dei rischi legati alla natura sulla nostra economia, oltre a migliorare la comprensione degli impatti fisici dei**

---

<sup>35</sup> Cfr. *NGFS publishes two complementary reports on nature-related risks*, comunicato stampa, NGFS, 2 luglio 2024.

<sup>36</sup> Cfr. Vigilanza bancaria della BCE, "Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa", 2020; Elderson, F., "The economy and banks need nature to survive", *Il blog della BCE*, 8 giugno 2023.

<sup>37</sup> Cfr. Commissione europea, op. cit.

**cambiamenti climatici**<sup>38</sup>. La complessità delle sfide ambientali e i potenziali rischi che esse comportano per la BCE e per le banche centrali nazionali sottolineano la necessità di uno sforzo di collaborazione con il sistema bancario, promuovendo nel contempo iniziative coordinate con la comunità scientifica. Sarà necessario riunire le diverse parti interessate, tra cui policy maker e ricercatori, al fine di garantire l'integrazione completa ed efficace delle considerazioni legate alla natura negli assetti delle banche centrali.

## 6 Osservazioni conclusive

**I rischi derivanti dal degrado della natura e dalla perdita di biodiversità pongono sfide potenzialmente significative per il perseguimento dell'obiettivo del SEBC, stabilito nel Trattato, di mantenere la stabilità finanziaria e dei prezzi.** Per far fronte a tali sfide è necessario un approccio sistematico, proattivo ed esaustivo che consenta di quantificare e valutare i crescenti rischi economici e finanziari legati alla natura. Il crescente tasso di degrado della natura evidenzia l'urgenza di tali considerazioni che, se trascurate, potrebbero mettere a rischio la stabilità ecologica essenziale e la capacità di tenuta dell'economia. Per evitare le imprevedibili ripercussioni della perdita di biodiversità, i policy maker e le istituzioni finanziarie dovrebbero integrare pienamente i costi del degrado della natura nei rispettivi processi decisionali.

---

<sup>38</sup> Cfr. BCE, [Piano sul clima e sulla natura 2024-2025 in sintesi](#).

# Statistiche

## Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Attività economica	S3
3 Prezzi e costi	S9
4 Andamenti del mercato finanziario	S13
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

## Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dal Portale dati della BCE:

<https://data.ecb.europa.eu>

Tavole dettagliate sono disponibili nella sezione "Publications" del Portale dati della BCE:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Le definizioni metodologiche, le note generali e le note tecniche alle tavole statistiche sono consultabili nella sezione "Methodology" del Portale dati della BCE:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

## Segni convenzionali nelle tavole

-	dati inesistenti / non applicabili
.	dati non ancora disponibili
...	zero o valore trascurabile
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,6	5,8	8,7	2,7	8,4	6,2	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,2	3,0	3,3	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,6	0,1	1,7	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 3° trim.	0,9	1,2	-0,1	-1,1	1,8	0,0	6,4	7,0	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
4° trim.	0,7	0,8	-0,3	0,1	1,2	0,1	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 1° trim.	0,9	0,4	0,7	-0,6	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
2° trim.	.	0,7	0,6	0,7	.	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
2024 mar.	-	-	-	-	-	-	5,8	6,4	3,5	3,2	2,7	0,1	2,4
apr.	-	-	-	-	-	-	5,7	6,2	3,4	2,3	2,5	0,3	2,4
mag.	-	-	-	-	-	-	5,9	6,1	3,3	2,0	2,8	0,3	2,6
giu.	-	-	-	-	-	-	5,6	5,9	3,0	2,0	2,8	0,2	2,5
lug.	-	-	-	-	-	-	5,4	5,5	2,9	2,2	2,8	0,5	2,6
ago.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,2

Fonti: Eurostat (col. 6, 13); BRI (col. 9, 10, 11, 12); OCSE (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

## 1.2 Principali partner commerciali, indice dei responsabili degli acquisti e commercio mondiale

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni <sup>1)</sup>					
	Indice composito dei responsabili degli acquisti					Per memoria: area dell'euro	Indice mondiale dei responsabili degli acquisti <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,1	9,3	12,9
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,6
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,5	-3,8	2,7
2023 3° trim.	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	0,3	-0,2	0,8
4° trim.	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,7	0,8	0,6
2024 1° trim.	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,4	-0,7
2° trim.	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,5	2,1	1,1
2024 mar.	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,4	49,5	-0,2	0,4	-0,7
apr.	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,9	1,9	1,8
mag.	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,7	54,0	50,4	1,3	1,4	1,2
giu.	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	1,5	2,1	1,1
lug.	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	.	.	.
ago.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	49,9	53,8	48,4	.	.	.

Fonti S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

1) Le economie mondiali e avanzate escludono l'area dell'euro. I dati annuali e trimestrali sono percentuali sul periodo corrispondente; i dati mensili sono variazioni sui tre mesi precedenti. Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Attività economica

### 2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
					Totale	Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2021	12.577,5	12.070,1	6.439,2	2.777,5	2.715,2	1.396,8	773,4	538,1	138,2	494,1	6.113,5	5.606,2
2022	13.652,2	13.363,9	7.219,6	2.940,7	2.986,7	1.547,6	855,5	576,2	216,9	241,3	7.402,6	7.114,3
2023	14.499,9	13.979,2	7.721,2	3.086,3	3.130,9	1.605,3	903,4	614,6	40,9	530,8	7.388,5	6.867,8
2023 3° trim.	3.638,1	3.500,2	1.946,1	776,7	780,3	401,0	227,4	150,0	-3,0	141,2	1.830,1	1.692,2
4° trim.	3.680,5	3.544,0	1.956,7	788,8	795,0	401,5	223,5	168,2	3,5	134,3	1.843,3	1.706,8
2024 1° trim.	3.716,8	3.533,6	1.978,0	795,8	781,0	403,7	220,7	154,6	-21,3	182,2	1.865,1	1.681,8
2° trim.	3.739,6	3.541,1	1.984,3	803,2	765,3	402,5	221,1	139,7	-11,6	.	1.903,0	1.704,5
<i>in percentuale del PIL</i>												
2023	100,0	96,4	53,2	21,3	21,6	11,1	6,2	4,2	0,3	3,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 3° trim.	0,0	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,5	0,2	1,0	-	-	-1,2	-1,5
4° trim.	0,1	0,1	0,0	0,7	1,0	-0,6	-2,8	10,7	-	-	0,3	0,5
2024 1° trim.	0,3	-0,5	0,3	0,1	-1,8	0,1	-0,4	-8,0	-	-	1,1	-0,6
2° trim.	0,2	-0,3	-0,1	0,6	-2,2	-0,5	0,1	-9,8	-	-	1,4	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	6,2	5,0	4,7	4,3	3,5	5,7	8,0	-6,6	-	-	11,4	8,9
2022	3,3	3,5	4,9	1,1	1,9	0,2	4,0	3,5	-	-	7,3	8,1
2023	0,4	0,2	0,7	1,2	0,9	-1,3	2,1	4,7	-	-	-0,5	-0,9
2023 3° trim.	0,0	-0,3	-0,1	1,9	0,2	-0,6	1,4	0,8	-	-	-2,4	-3,1
4° trim.	0,2	0,2	0,9	1,9	1,3	-0,9	-1,0	10,4	-	-	-2,3	-2,4
2024 1° trim.	0,5	0,0	0,9	1,7	-1,0	-1,7	-3,0	4,0	-	-	-0,8	-1,9
2° trim.	0,6	-0,8	0,5	2,1	-3,0	-1,6	-2,9	-7,1	-	-	1,7	-1,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 3° trim.	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
4° trim.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-	-
2024 1° trim.	0,3	-0,5	0,2	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,8	-	-
2° trim.	0,2	-0,3	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,5	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	6,2	5,0	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,3	3,4	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-
2023	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,6	0,2	-	-
2023 3° trim.	0,0	-0,3	-0,1	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,7	0,4	-	-
4° trim.	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,4	-0,9	0,0	-	-
2024 1° trim.	0,5	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,6	0,5	-	-
2° trim.	0,6	-0,8	0,3	0,5	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	1,4	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell' area dell'euro.

2) Include le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2021	11.232,0	185,8	2.173,4	589,7	2.014,9	601,8	518,3	1.267,8	1.353,6	2.195,9	330,7	1.345,5
2022	12.273,1	217,3	2.432,8	632,7	2.345,7	629,0	535,8	1.323,1	1.462,5	2.315,2	378,9	1.379,1
2023	13.117,8	224,3	2.593,3	702,2	2.445,5	676,4	602,2	1.450,0	1.570,4	2.442,2	411,3	1.382,1
2023 3° trim.	3.284,8	55,4	643,5	176,5	611,1	169,9	152,2	363,6	395,0	614,0	103,5	353,3
4° trim.	3.325,3	55,1	648,3	178,6	618,7	171,8	154,0	368,6	402,0	624,6	103,7	355,1
2024 1° trim.	3.350,5	56,3	636,8	181,4	624,6	173,8	159,0	373,3	406,7	632,8	105,6	366,3
2° trim.	3.370,5	56,5	632,3	181,1	633,4	176,0	160,9	376,7	411,6	635,8	106,1	369,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2023	100,0	1,7	19,8	5,4	18,6	5,2	4,6	11,1	12,0	18,6	3,1	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 3° trim.	0,0	-1,2	-1,0	-0,3	0,0	0,6	-0,2	0,2	0,4	0,4	1,8	0,5
4° trim.	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	1,7	-0,5	0,5	1,0	0,6	-1,6	-2,9
2024 1° trim.	0,2	0,8	-0,6	0,4	0,6	0,2	1,1	0,5	0,4	0,1	1,0	1,2
2° trim.	0,2	-0,9	-0,1	-1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	6,1	2,1	8,3	3,5	8,0	10,1	5,5	2,2	8,7	3,4	4,8	7,3
2022	3,6	-1,2	0,4	-1,4	8,7	5,5	-2,0	2,2	5,0	2,7	15,9	1,2
2023	0,7	0,3	-1,6	1,1	0,1	4,7	0,1	1,5	1,8	1,0	4,5	-2,4
2023 3° trim.	0,2	-0,5	-2,2	1,7	-1,0	3,5	0,6	1,3	1,6	0,6	3,4	-1,6
4° trim.	0,6	-0,6	-2,4	2,1	0,0	5,0	-0,3	1,5	2,2	1,2	3,4	-3,5
2024 1° trim.	0,7	-0,2	-1,8	-0,2	1,0	3,6	0,7	1,1	2,4	1,3	1,8	-1,4
2° trim.	0,8	-1,0	-1,5	-0,7	1,2	2,8	0,6	1,5	2,3	1,4	1,0	-0,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 3° trim.	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-
4° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 1° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	6,1	0,0	1,6	0,2	1,4	0,5	0,3	0,3	1,0	0,7	0,2	-
2022	3,6	0,0	0,1	-0,1	1,6	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,5	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2023 3° trim.	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-
4° trim.	0,6	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024 1° trim.	0,7	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
2° trim.	0,8	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

### 2.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,4	24,0	3,2	2,4	1,0	13,9	25,1	6,7
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,0	14,0	25,0	6,7
2023	100,0	86,4	13,6	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,0	25,0	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,3	0,0	3,3	0,2	4,4	0,5	0,9	2,9	2,1	1,1
2022	2,2	2,4	1,2	-1,0	1,2	3,3	3,2	5,9	-0,2	3,6	2,9	1,6	1,6
2023	1,4	1,5	1,0	-1,2	0,9	1,4	1,8	3,5	0,9	2,1	1,7	1,4	1,1
2023 3° trim.	1,4	1,5	0,9	-0,9	0,7	1,3	2,1	2,5	1,1	1,4	1,5	1,4	0,7
4° trim.	1,2	1,2	1,1	-0,5	0,4	1,6	1,2	2,7	0,9	1,3	1,2	1,5	1,3
2024 1° trim.	1,0	1,0	0,6	-0,5	0,1	1,2	1,2	2,2	0,7	0,0	1,0	1,5	0,3
2° trim.	0,9	0,9	0,7	-1,0	0,6	1,1	0,5	1,7	0,2	-1,4	0,7	1,6	1,1
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2021	100,0	81,6	18,4	4,1	15,0	7,4	24,1	3,5	2,5	1,1	13,9	22,6	5,9
2022	100,0	81,6	18,4	3,9	14,6	7,4	25,1	3,5	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
2023	100,0	81,8	18,2	3,8	14,5	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	5,9	5,7	7,1	1,5	4,9	9,8	6,6	7,6	2,7	6,5	8,3	4,0	6,8
2022	3,4	3,4	3,0	-1,5	0,9	3,4	7,4	5,6	-0,5	5,5	3,9	0,5	5,7
2023	1,2	1,5	0,2	-1,7	0,5	1,0	1,6	3,1	0,5	1,7	1,6	1,4	1,5
2023 3° trim.	1,5	1,7	0,6	-1,5	0,6	1,5	2,0	2,1	1,0	1,6	1,7	1,9	1,6
4° trim.	1,2	1,5	0,3	-1,0	0,5	1,3	1,3	3,0	0,4	0,9	1,4	1,8	1,1
2024 1° trim.	0,7	0,8	0,3	-1,8	-0,5	0,9	1,1	2,0	-0,3	-0,6	1,3	1,2	0,3
2° trim.	0,8	1,0	-0,1	-1,5	0,6	0,7	0,3	1,9	-0,2	-1,4	1,1	1,6	1,6
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	4,4	4,0	6,7	1,2	4,9	6,3	6,4	3,1	2,2	5,6	5,3	1,8	5,6
2022	1,1	1,0	1,8	-0,5	-0,3	0,2	4,1	-0,3	-0,3	1,9	0,9	-1,0	4,1
2023	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,4
2023 3° trim.	0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,2	0,5	0,9
4° trim.	0,0	0,2	-0,8	-0,5	0,1	-0,3	0,0	0,3	-0,4	-0,4	0,2	0,3	-0,2
2024 1° trim.	-0,3	-0,2	-0,3	-1,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,0	-0,6	0,3	-0,3	0,0
2° trim.	-0,1	0,1	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	-0,2	0,2	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

## 2 Attività economica

### 2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,154	3,4	12,831	7,8	3,2	10,347	6,9	2,484	16,9	6,549	7,4	6,283	8,2	2,5
2022	167,998	3,1	11,408	6,8	2,7	9,150	6,0	2,257	14,6	5,733	6,4	5,675	7,2	3,2
2023	170,162	2,9	11,178	6,6	2,4	8,881	5,8	2,297	14,5	5,644	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 3° trim.	170,226	2,9	11,215	6,6	2,3	8,885	5,8	2,330	14,6	5,674	6,3	5,540	7,0	3,0
4° trim.	170,948	2,9	11,172	6,5	2,3	8,807	5,7	2,366	14,8	5,653	6,2	5,520	6,9	2,9
2024 1° trim.	171,509	2,9	11,213	6,5	2,3	8,884	5,7	2,328	14,5	5,661	6,2	5,552	6,9	2,9
2° trim.	-	-	-	6,5	-	-	5,6	-	14,5	-	6,2	-	6,8	2,6
2024 feb.	-	-	11,236	6,6	-	8,887	5,7	2,349	14,7	5,726	6,3	5,510	6,9	-
mar.	-	-	11,152	6,5	-	8,829	5,7	2,323	14,5	5,643	6,2	5,510	6,9	-
apr.	-	-	11,092	6,5	-	8,772	5,6	2,320	14,5	5,632	6,2	5,459	6,8	-
mag.	-	-	11,107	6,5	-	8,780	5,6	2,327	14,6	5,660	6,2	5,447	6,8	-
giu.	-	-	11,104	6,5	-	8,803	5,6	2,300	14,4	5,680	6,2	5,424	6,7	-
lug.	-	-	10,990	6,4	-	8,727	5,6	2,263	14,2	5,679	6,2	5,311	6,6	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili. Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.
- 2) Non destagionalizzati.
- 3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
	Totale	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,4	0,9	8,7	9,1	7,9	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	2,9	1,0	-2,7	3,4	4,5	9,8	-4,3
2023	-2,3	-1,8	-5,6	2,4	-1,7	-5,9	1,4	-2,0	-2,7	-1,0	-1,7	2,6	14,5
2023 3° trim.	-4,9	-4,4	-5,6	-2,5	-3,2	-7,7	1,6	-2,2	-1,9	-1,6	-3,8	1,8	15,4
4° trim.	-4,0	-4,3	-4,7	-2,5	-6,6	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	0,0	-4,0	1,7	4,1
2024 1° trim.	-4,7	-4,9	-2,8	-6,0	-5,6	-1,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,6	3,1	4,6
2° trim.	-3,5	-3,7	-2,3	-6,8	0,4	0,3	-0,7	0,3	-0,2	0,7	0,6	2,6	4,2
2024 feb.	-6,3	-6,4	-2,8	-9,1	-4,9	-3,3	-1,5	-0,3	-1,2	0,6	-1,4	4,3	4,5
mar.	-1,2	-1,0	-2,7	1,7	-7,3	-2,0	0,0	0,6	0,9	0,8	-1,0	2,0	2,1
apr.	-3,1	-3,1	-2,1	-5,1	-0,2	-1,9	-1,1	0,7	-0,2	1,2	1,5	4,3	4,5
mag.	-3,3	-3,7	-3,3	-7,3	1,5	0,4	-2,1	0,5	0,5	0,8	0,7	2,5	-3,6
giu.	-3,9	-4,4	-1,5	-7,8	-0,2	2,6	1,0	-0,4	-0,9	0,2	-0,2	1,2	11,7
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-0,1	-0,7	0,2	0,0	-	-8,2
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2024 feb.	0,0	0,9	0,4	1,3	-0,1	-3,1	0,1	-0,1	-0,2	0,5	-1,1	1,1	0,2
mar.	0,5	0,9	-0,2	0,6	-1,9	-0,1	-0,3	0,6	1,1	-0,2	0,8	-0,3	-1,8
apr.	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	3,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,9	0,7	-0,4	1,0	0,4
mag.	-0,9	-0,8	-0,9	-2,6	1,1	0,4	-0,9	0,1	0,9	-0,2	0,4	-0,1	-6,6
giu.	-0,1	-0,1	0,7	0,9	-1,5	1,9	1,7	-0,4	-0,7	-0,2	-0,6	-0,8	14,0
lug.	-	-	-	-	-	-	-	0,1	0,4	0,1	-1,0	-	-12,4

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Associazione europea dei costruttori di automobili (col. 13).

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,3	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 4° trim.	94,8	-9,1	79,9	-16,7	-4,2	-6,6	6,2	90,5	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 1° trim.	96,0	-9,2	79,4	-15,5	-5,2	-6,2	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
2° trim.	95,9	-10,1	79,0	-14,4	-6,3	-7,2	6,4	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
3° trim.	.	.	78,3	.	.	.	.	90,3	.	.	.	.
2024 mar.	96,3	-8,8	.	-14,8	-5,6	-6,1	6,4	.	46,1	47,1	51,5	50,3
apr.	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-6,0	-6,9	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
mag.	96,2	-9,8	.	-14,3	-6,1	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
giu.	96,0	-10,1	.	-14,0	-6,8	-7,9	6,4	.	45,8	46,1	52,8	50,9
lug.	96,0	-10,4	78,3	-13,0	-6,4	-9,1	5,0	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
ago.	96,6	-9,7	.	-13,5	-6,5	-8,1	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

### 2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo		Percentuale del PIL		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,1	95,2	2,0	3,6	19,1	8,6	8,8	36,2	7,3	77,2	5,5	10,5	3,3
2022	13,1	92,8	-0,2	2,4	12,3	2,3	8,1	37,1	5,4	72,4	3,3	9,2	2,2
2023	13,7	86,9	1,2	2,0	2,5	2,0	-0,8	35,2	5,6	68,0	1,7	1,2	0,7
2023 2° trim.	13,2	89,4	1,2	2,1	1,4	2,9	1,7	36,3	5,7	69,6	1,8	18,5	0,9
3° trim.	13,4	88,1	0,5	1,9	0,8	1,8	-0,1	35,9	5,8	68,7	1,6	-12,7	0,5
4° trim.	13,7	86,9	1,8	2,0	1,7	2,0	-0,8	35,2	5,6	68,0	1,7	2,9	0,7
2024 1° trim.	14,2	85,7	2,9	2,0	-2,2	2,1	-0,4	34,6	5,2	67,6	1,9	-4,6	0,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Basato sulle somme cumulate di quattro trimestri del risparmio e del reddito disponibile lordo (corrette per le variazioni dei diritti pensionistici).

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni). Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

3) Il tasso di profitto è dato dal reddito imprenditoriale lordo (sostanzialmente equivalente al flusso di cassa) diviso per il valore aggiunto lordo.

4) Definito come debito consolidato e passività costituite da titoli di debito.

## 2 Attività economica

### 2.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 3° trim.	1.432,2	1.371,0	61,2	725,7	646,9	337,8	304,7	325,9	330,7	42,7	88,7	28,9	18,5
4° trim.	1.408,3	1.336,1	72,2	714,1	647,0	335,9	304,5	311,3	293,4	46,9	91,1	61,6	40,7
2024 1° trim.	1.433,5	1.321,3	112,2	726,6	623,0	362,9	331,2	299,6	289,1	44,3	78,1	19,3	31,0
2° trim.	1.466,2	1.341,2	124,9	742,6	632,9	359,5	321,7	318,3	300,1	45,7	86,5	22,1	16,3
2024 gen.	471,6	429,6	42,0	242,0	198,8	119,2	109,3	96,0	95,6	14,4	25,9	4,0	13,3
feb.	481,9	446,6	35,3	240,7	210,2	125,1	112,4	101,4	98,8	14,7	25,2	4,5	7,9
mar.	480,0	445,1	34,9	244,0	214,0	118,5	109,4	102,2	94,7	15,3	27,0	10,8	9,7
apr.	486,8	450,0	36,8	249,1	212,3	118,8	107,1	102,5	101,7	16,4	28,9	6,3	6,8
mag.	489,3	451,7	37,6	246,4	212,0	119,9	105,5	109,0	106,0	14,0	28,1	7,2	5,7
giu.	490,1	439,5	50,5	247,1	208,6	120,8	109,1	106,8	92,4	15,3	29,5	8,7	3,8
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2024 giu.	5.740,1	5.369,7	370,4	2.909,0	2.549,9	1.396,2	1.262,1	1.255,2	1.213,4	179,7	344,3	132,0	106,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2024 giu.	38,9	36,3	2,5	19,7	17,3	9,4	8,5	8,5	8,2	1,2	2,3	0,9	0,7

1) I dati relativi al conto capitale non sono destagionalizzati.

### 2.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro <sup>1)</sup>, in valore e in volume per categoria di prodotti <sup>2)</sup>

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: Industria manifatturiera	Totale				Per memoria:	
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2023 3° trim.	-5,2	-22,1	703,6	331,6	141,9	214,5	586,2	678,6	390,7	111,7	158,4	489,6	82,2
4° trim.	-4,8	-16,6	708,3	333,3	144,1	214,8	588,6	669,3	383,2	107,6	157,9	477,2	81,1
2024 1° trim.	-3,0	-12,0	714,4	336,3	142,4	219,1	589,6	653,9	370,9	105,1	158,2	462,7	75,8
2° trim.	1,6	-4,6	716,1	.	.	.	589,3	667,9	.	.	.	471,1	.
2024 gen.	1,3	-16,0	239,3	113,3	48,2	72,1	197,2	212,0	121,4	33,8	51,4	150,2	25,2
feb.	0,3	-8,0	238,0	111,1	47,6	73,0	197,0	221,2	124,6	35,7	52,6	154,6	24,8
mar.	-9,4	-11,6	237,0	111,9	46,6	73,9	195,4	220,7	124,9	35,6	54,2	157,9	25,7
apr.	13,4	1,8	243,4	113,8	46,3	76,4	199,0	225,1	129,8	36,1	54,7	158,6	27,9
mag.	-0,9	-6,9	236,5	112,4	44,5	73,7	196,6	224,1	128,0	35,6	53,7	157,8	27,0
giu.	-6,3	-8,6	236,2	.	.	.	193,7	218,7	.	.	.	154,7	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2023 2° trim.	-3,7	-6,7	97,2	92,7	100,0	105,2	97,2	109,5	107,3	112,2	112,0	110,7	158,7
3° trim.	-4,2	-10,1	96,3	93,8	96,0	102,4	96,0	106,7	104,6	111,4	109,5	108,6	171,6
4° trim.	-3,6	-8,6	96,3	93,1	96,1	103,0	95,5	104,5	101,8	104,7	108,3	105,6	164,5
2024 1° trim.	-4,0	-7,1	96,7	94,0	93,4	104,1	95,5	103,4	100,9	101,3	107,4	102,9	164,5
2023 dic.	-7,3	-11,0	96,7	93,1	96,1	104,6	95,4	105,0	101,9	105,3	107,0	105,2	168,6
2024 gen.	0,8	-9,6	97,8	96,2	95,5	102,3	96,7	101,5	99,8	97,3	104,6	100,7	161,0
feb.	-0,8	-3,4	96,4	92,6	92,3	104,9	95,0	103,7	101,3	103,0	106,9	103,0	166,8
mar.	-10,7	-8,1	96,0	93,2	92,3	105,2	94,8	105,1	101,6	103,7	110,8	104,9	165,8
apr.	10,8	2,8	96,9	94,1	90,3	107,4	95,7	104,9	102,8	103,8	108,7	105,4	172,4
mag.	-3,6	-7,3	94,9	93,0	87,3	104,4	93,9	102,8	101,0	101,7	106,8	102,7	171,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Le differenze fra i dati della BCE relativi ai beni della b.d.p. (tavola 2.8) e i dati di Eurostat relativi al commercio in beni (tavola 2.9) sono essenzialmente riconducibili a differenze nelle definizioni utilizzate.

2) Le categorie dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (Broad Economic Categories – BEC).

## 3 Prezzi e costi

### 3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Ser- vizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comple- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 3° trim.	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,1	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
4° trim.	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	1,0	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 1° trim.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,2	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
2° trim.	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,5	-0,4	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
2024 mar.	125,3	2,4	2,9	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	0,5	2,4	2,5
apr.	126,0	2,4	2,7	1,3	3,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	2,4	2,1
mag.	126,3	2,6	2,9	1,3	4,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-1,2	0,6	2,5	2,8
giu.	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,3	0,1	-0,8	0,3	2,4	3,4
lug.	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1
ago. <sup>3)</sup>	126,7	2,2	2,8	.	4,2	0,2	0,4	0,1	0,0	-1,0	0,4	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 3° trim.	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
4° trim.	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2024 1° trim.	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
2° trim.	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
2024 mar.	2,6	3,5	-0,5	0,4	1,1	-1,8	3,4	2,8	3,9	-0,4	5,2	3,8
apr.	2,8	3,2	1,2	0,5	0,9	-0,6	3,4	2,8	2,7	-0,5	4,8	3,9
mag.	2,6	2,8	1,8	0,6	0,7	0,3	3,3	2,8	4,2	-0,7	5,3	4,0
giu.	2,4	2,7	1,3	0,6	0,7	0,2	3,3	2,8	4,3	-0,4	5,1	4,1
lug.	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0
ago. <sup>3)</sup>	2,4	2,7	1,1	.	0,4	-3,0	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/publicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.pdf#page=18>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) Stima preliminare.

## 3 Prezzi e costi

### 3.2 Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici				
		Totale	Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi		Non alimentari			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,5	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,8	-0,2	5,2	8,3	8,3	5,6	-13,3	6,9	-1,1	-8,2
2023 3° trim.	127,8	-8,6	-0,3	1,5	-3,9	4,5	6,4	5,4	4,9	-25,1	5,1	-2,2	-9,3
4° trim.	128,1	-8,4	-1,1	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,1
2024 1° trim.	124,9	-8,0	-1,6	-1,3	-5,3	2,0	1,5	-0,3	1,4	-20,5	3,7	-0,4	.
2° trim.	122,9	-4,4	-0,2	-0,6	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,1	2,8	.	.
2024 feb.	124,7	-8,3	-1,5	-1,3	-5,4	2,0	1,4	-0,5	1,3	-21,3	-	-	-
mar.	124,0	-7,7	-1,2	-1,3	-4,9	1,9	1,2	-0,7	1,1	-20,4	-	-	-
apr.	122,9	-5,6	-0,6	-1,0	-3,9	1,5	1,1	-0,9	1,1	-15,0	-	-	-
mag.	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,0	-11,6	-	-	-
giu.	123,3	-3,3	0,1	-0,2	-2,3	1,6	1,2	0,1	0,9	-9,6	-	-	-
lug.	124,3	-2,1	0,3	0,2	-1,2	1,4	1,2	0,1	0,9	-6,9	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati MSCI e fonti nazionali (col. 13).

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

### 3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Domanda interna					Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
		Totale	Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,6	2,1	2,8	2,2	1,9	4,0	5,9	8,0	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	115,1	5,1	7,0	6,9	4,7	7,9	12,9	17,5	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	121,8	5,8	4,4	6,2	3,7	4,0	0,4	-2,5	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 3° trim.	122,2	5,8	3,5	6,1	3,5	2,9	-2,0	-6,4	79,8	-13,4	-14,5	-12,2	-14,5	-15,2	-13,7
4° trim.	123,6	4,9	3,7	4,0	2,7	2,5	-1,9	-4,5	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 1° trim.	124,4	3,6	2,7	3,2	3,5	2,2	-0,6	-2,8	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
2° trim.	124,9	3,0	2,8	2,7	2,7	1,7	0,6	0,0	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
2024 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	1,2	8,3	-5,7	0,7	6,6	-6,2
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85,0	12,7	20,3	5,0	10,5	15,1	5,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,1	13,5	12,6	11,8	11,4	12,2
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,2	15,6	10,7	12,0	12,7	11,2
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	11,3	12,6	10,0	11,8	12,7	10,8
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	9,8	10,3	9,2	11,2	12,2	10,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e Bloomberg (col. 9).

1) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

2) Ponderati in base alle importazioni: sulla base della composizione media delle importazioni nel biennio 2009-2011; ponderati in base all'utilizzo: sulla base della composizione media della domanda interna nel periodo 2009-2011.

## 3 Prezzi e costi

### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,5	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 3° trim.	3,5	21,9	15,4	6,5	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
4° trim.	3,7	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 1° trim.	4,7	16,7	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2° trim.	6,1	13,8	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
2024 mar.	5,6	14,5	15,1	1,6	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1
apr.	5,6	14,1	13,9	2,4	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
mag.	6,5	13,9	13,3	3,4	56,9	49,2	60,5	48,3	54,2
giu.	6,1	13,5	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
lug.	6,7	14,5	12,3	1,9	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
ago.	6,1	12,6	12,4	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea e S&P Global Market Intelligence.

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	101,0	1,0	1,1	0,7	1,0	1,1	1,4
2022	105,7	4,6	3,9	7,1	5,0	3,9	2,9
2023	110,4	4,4	4,3	4,7	4,9	3,4	4,5
2023 3° trim.	106,9	5,0	5,1	4,7	5,6	3,7	4,7
4° trim.	117,9	3,4	3,3	3,8	4,1	2,0	4,5
2024 1° trim.	107,9	4,9	5,1	4,4	4,7	5,4	4,7
2° trim.	118,5	4,1	4,0	4,5	4,0	5,2	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html)).

## 3 Prezzi e costi

### 3.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2021	110,1	-0,4	0,8	-3,2	5,0	-2,2	0,4	-1,3	5,3	-0,9	1,2	-0,4
2022	113,9	3,5	4,6	4,7	9,0	0,8	3,2	5,5	5,8	3,5	2,7	-5,9
2023	121,1	6,4	4,0	8,0	5,1	7,7	3,9	6,1	4,6	6,0	4,9	1,9
2023 3° trim.	121,8	6,7	5,0	8,9	4,3	8,5	4,3	5,3	3,5	6,1	5,4	2,9
4° trim.	123,6	6,0	5,0	8,6	4,4	6,7	2,7	6,8	4,7	4,2	4,5	3,2
2024 1° trim.	125,0	5,2	3,1	6,7	5,8	4,1	3,2	4,9	3,3	3,6	5,4	4,8
2° trim.	125,6	4,6	3,7	6,8	5,6	3,9	2,7	4,6	0,9	3,0	4,3	4,7
<b>Redditi per occupato</b>												
2021	111,8	4,3	2,6	4,8	5,2	5,4	5,8	3,6	6,7	4,7	2,5	3,3
2022	116,9	4,6	4,5	3,8	4,1	6,1	2,7	3,5	4,3	5,5	3,8	7,4
2023	123,1	5,3	5,6	5,4	4,8	5,9	5,1	5,2	3,9	6,1	4,5	5,4
2023 3° trim.	123,8	5,3	5,5	5,7	4,8	5,3	5,4	4,8	3,3	6,2	4,7	5,6
4° trim.	125,4	5,0	4,9	5,5	4,8	5,4	5,0	5,5	4,9	5,3	4,1	5,3
2024 1° trim.	126,9	4,8	3,4	4,7	4,4	3,9	4,6	4,9	4,5	5,0	5,3	6,4
2° trim.	127,5	4,3	3,7	4,5	3,6	4,6	3,8	5,1	3,9	4,6	4,0	4,5
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2021	101,6	4,7	1,8	8,3	0,2	7,7	5,4	5,0	1,4	5,6	1,3	3,7
2022	102,7	1,1	-0,1	-0,8	-4,5	5,3	-0,4	-1,8	-1,4	2,0	1,1	14,1
2023	101,6	-1,0	1,6	-2,4	-0,3	-1,7	1,2	-0,8	-0,6	0,1	-0,4	3,4
2023 3° trim.	101,6	-1,3	0,5	-2,9	0,4	-3,0	1,0	-0,4	-0,2	0,1	-0,7	2,7
4° trim.	101,4	-1,0	-0,1	-2,9	0,5	-1,2	2,3	-1,1	0,2	1,0	-0,3	2,0
2024 1° trim.	101,5	-0,4	0,3	-1,9	-1,3	-0,2	1,3	-0,1	1,1	1,4	-0,2	1,5
2° trim.	101,5	-0,3	0,0	-2,1	-1,8	0,7	1,1	0,4	3,0	1,6	-0,2	-0,2
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2021	114,5	0,3	0,2	0,2	-0,4	-0,7	2,9	1,7	2,1	0,2	1,0	-1,3
2022	118,5	3,5	5,6	4,2	4,3	1,6	3,3	3,8	3,1	4,3	4,9	4,0
2023	124,8	5,3	5,4	5,7	5,0	5,9	5,4	5,8	4,5	6,1	4,4	4,6
2023 3° trim.	125,2	5,0	5,1	5,8	4,7	5,3	5,5	5,1	4,4	6,0	4,1	4,2
4° trim.	126,9	4,7	4,9	5,4	4,7	5,1	4,5	5,8	4,2	4,8	3,8	5,1
2024 1° trim.	128,4	5,0	3,8	5,1	4,6	4,1	4,9	5,8	4,7	4,8	5,6	6,5
2° trim.	128,6	4,2	2,6	4,5	4,0	4,5	3,6	5,4	4,1	4,1	4,1	3,8
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2021	104,9	0,3	0,6	3,2	-5,7	1,3	2,3	2,7	-4,0	0,3	-0,5	-1,8
2022	104,8	0,0	0,4	-0,5	-4,6	1,2	-0,1	-1,6	-3,2	1,1	2,1	9,6
2023	104,0	-0,8	2,1	-2,1	0,1	-1,5	1,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	2,9
2023 3° trim.	103,7	-1,5	1,0	-2,8	0,3	-2,9	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,2	1,8
4° trim.	103,6	-1,0	0,4	-2,9	0,8	-1,3	2,0	-0,7	0,6	0,7	-0,6	2,2
2024 1° trim.	103,6	-0,2	1,6	-1,4	-1,0	-0,1	1,6	0,9	1,7	1,1	0,1	1,5
2° trim.	103,6	-0,2	0,5	-2,1	-1,4	0,9	0,9	0,8	2,9	1,1	-0,2	-0,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024 mar.	3,91	3,85	3,92	3,89	3,72	5,31	0,02
apr.	3,91	3,85	3,89	3,84	3,70	5,32	0,08
mag.	3,91	3,82	3,81	3,79	3,68	5,31	0,08
giu.	3,75	3,63	3,72	3,71	3,65	5,33	0,08
lug.	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
ago.	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

### 4.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali in ragione d'anno; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 mar.	3,78	3,26	2,80	2,30	2,36	-0,90	-0,83	-0,55	2,68	2,09	2,07	2,70
apr.	3,74	3,35	3,00	2,58	2,64	-0,72	-0,57	-0,42	2,91	2,44	2,37	2,96
mag.	3,67	3,33	3,02	2,64	2,70	-0,63	-0,69	-0,47	2,95	2,52	2,45	3,03
giu.	3,41	3,10	2,80	2,42	2,50	-0,60	-0,73	-0,51	2,74	2,31	2,22	2,91
lug.	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
ago.	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87

Fonte: elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS Ltd e rating forniti da Fitch Ratings.

### 4.3 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti percentuali; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024 mar.	509,8	4.989,6	1.046,7	330,6	161,5	123,1	223,8	965,1	1.114,6	358,1	283,7	764,4	5.170,6	39.844,3
apr.	511,2	4.981,4	1.049,5	325,4	160,1	132,7	232,6	960,6	1.086,7	361,3	281,0	757,2	5.112,5	38.750,5
mag.	519,5	5.022,6	1.031,6	318,8	165,9	131,8	239,2	987,8	1.105,0	382,4	286,9	779,5	5.235,2	38.557,9
giu.	510,0	4.952,0	997,7	309,2	160,7	125,2	231,2	951,1	1.159,0	377,0	288,9	772,9	5.415,1	38.858,9
lug.	506,3	4.913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1.138,0	374,7	295,7	780,5	5.538,0	40.102,9
ago.	494,1	4.788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1.055,6	380,0	303,8	819,4	5.478,2	36.873,3

Fonte: LSEG.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 ago.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,78	7,84	8,50	5,36	4,71	4,22	3,79	3,51	4,16	3,86
set.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,78	16,55	8,51	7,83	8,56	5,40	4,74	4,25	3,86	3,57	4,25	3,89
ott.	0,35	1,60	3,27	3,31	7,98	16,55	8,26	7,87	8,54	5,58	4,83	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92
nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,29	7,91	8,54	5,56	4,91	4,32	3,90	3,70	4,35	4,02
dic.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,79	7,55	7,71	8,43	5,38	4,90	4,24	3,81	3,63	4,33	3,97
2024 gen.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,93	7,99	8,02	8,73	5,38	4,85	4,08	3,67	3,52	4,15	3,88
feb.	0,38	1,70	3,17	3,07	8,18	16,89	7,66	7,94	8,63	5,31	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84
mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,18	16,99	8,08	7,79	8,54	5,15	4,79	4,00	3,57	3,44	4,04	3,80
apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,09	7,85	8,58	5,20	4,82	3,99	3,59	3,42	4,04	3,80
mag.	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	17,07	7,56	7,95	8,69	5,26	4,79	3,97	3,62	3,41	4,03	3,80
giu.	0,38	1,74	3,03	2,84	8,19	17,04	7,38	7,72	8,45	5,15	4,82	3,96	3,64	3,39	4,03	3,79
lug.	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,03	7,54	7,79	8,49	5,02	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

(valori percentuali su base annua; medie nel periodo, salvo diversa indicazione)

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 ago.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,47	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
set.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,59	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
ott.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,67	5,87	5,73	5,49	5,29	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,71	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
dic.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,49	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,23
2024 gen.	0,89	3,69	3,37	5,37	5,29	5,69	5,65	5,45	5,23	4,43	5,15	5,00	4,20	5,18
feb.	0,89	3,63	3,50	5,36	5,44	5,72	5,60	5,46	5,14	4,38	5,10	4,83	3,97	5,14
mar.	0,91	3,68	3,60	5,35	5,40	5,70	5,53	5,41	5,17	4,34	5,18	5,16	4,16	5,19
apr.	0,91	3,66	3,34	5,36	5,20	5,61	5,63	5,35	5,09	4,30	5,19	5,00	4,15	5,18
mag.	0,91	3,64	3,61	5,32	5,28	5,75	5,68	5,38	5,07	4,29	4,99	4,96	4,18	5,11
giu.	0,87	3,54	3,54	5,23	5,26	5,69	5,67	5,22	4,99	4,23	5,02	5,04	4,16	5,07
lug.	0,87	3,48	3,28	5,19	5,04	5,43	5,51	5,27	4,92	4,18	5,08	5,00	4,12	5,06

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione (miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
2021	1.411,7	428,9	128,4	52,5	89,7	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1.380,5	476,2	142,7	52,0	94,6	667,0	621,7	480,4	182,5	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1
2023	1.550,8	611,1	151,7	63,9	86,2	701,8	659,1	502,4	212,7	113,4	39,4	48,9	127,5	103,8
2024 feb.	1.556,9	609,4	170,0	62,4	93,2	684,2	643,6	460,1	183,3	113,9	37,8	39,6	123,3	101,1
mar.	1.572,8	617,4	179,6	71,6	82,1	693,7	646,1	478,1	182,9	124,6	47,2	38,5	132,2	103,7
apr.	1.535,0	576,3	169,3	62,6	91,3	697,9	648,1	454,7	170,5	101,3	38,7	48,9	134,0	106,2
mag.	1.507,8	555,0	166,8	58,1	93,5	692,6	638,8	451,3	171,5	105,5	40,5	41,7	132,6	101,9
giu.	1.575,7	564,1	211,4	56,6	89,1	711,1	657,0	427,5	165,0	91,4	39,0	39,8	131,2	94,0
lug.	1.569,2	558,4	210,8	52,3	92,8	707,2	651,3	469,3	174,6	112,6	38,7	47,3	134,7	112,0
<b>A lungo termine</b>														
2021	19.918,5	4.168,6	3.364,7	1.376,9	1.621,5	10.763,7	9.942,7	317,1	68,7	83,5	34,1	23,3	141,6	128,1
2022	17.884,2	3.955,3	3.226,4	1.369,8	1.431,9	9.270,6	8.558,6	298,9	79,4	71,0	29,6	17,8	130,6	121,2
2023	19.555,2	4.490,5	3.398,3	1.379,3	1.565,6	10.100,9	9.361,1	326,9	94,6	72,7	28,2	21,2	138,4	130,0
2024 feb.	19.656,9	4.547,8	3.472,4	1.381,8	1.573,5	10.063,2	9.311,2	370,3	99,8	64,7	10,5	19,3	186,5	168,2
mar.	19.943,2	4.629,9	3.502,7	1.380,9	1.602,3	10.208,3	9.446,5	438,5	127,0	97,6	29,0	34,9	179,1	164,4
apr.	19.841,1	4.647,1	3.497,4	1.374,5	1.591,8	10.104,8	9.355,0	345,2	100,4	66,2	12,9	34,6	144,0	138,1
mag.	19.890,3	4.662,6	3.525,5	1.371,0	1.610,9	10.091,3	9.341,1	398,6	77,1	108,5	21,0	34,7	178,3	160,1
giu.	20.054,1	4.665,0	3.590,9	1.384,5	1.617,9	10.180,3	9.425,6	319,3	71,0	81,4	29,5	27,3	139,7	131,4
lug.	20.283,4	4.706,3	3.601,8	1.367,6	1.625,8	10.349,5	9.585,9	290,6	78,5	77,8	16,4	14,7	119,6	115,2

Fonte: BCE.

1) Per agevolare il raffronto, i dati annuali sono medie dei pertinenti dati mensili.

### 4.7 Tassi di crescita annuale e consistenze di titoli di debito e azioni quotate (miliardi di euro e variazioni percentuali; valori di mercato)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale				
			Totale	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2021	21.330,2	4.597,6	3.493,0	1.429,4	1.711,1	11.528,4	10.617,5	10.366,3	600,3	1.486,7	8.278,3
2022	19.264,7	4.431,5	3.369,1	1.421,8	1.526,5	9.937,6	9.180,3	8.711,0	525,2	1.290,2	6.895,0
2023	21.106,0	5.101,6	3.550,0	1.443,2	1.651,8	10.802,6	10.020,3	9.684,0	621,8	1.414,7	7.647,0
2024 feb.	21.213,8	5.157,2	3.642,4	1.444,3	1.666,7	10.747,5	9.954,9	10.159,4	652,5	1.506,4	8.000,0
mar.	21.516,1	5.247,3	3.682,3	1.452,5	1.684,4	10.902,0	10.092,6	10.515,3	727,8	1.595,4	8.191,6
apr.	21.376,1	5.223,4	3.666,8	1.437,1	1.683,1	10.802,8	10.003,1	10.242,2	729,5	1.533,5	7.978,7
mag.	21.398,1	5.217,5	3.692,2	1.429,1	1.704,4	10.783,9	9.979,9	10.376,2	750,6	1.561,4	8.063,7
giu.	21.629,9	5.229,0	3.802,3	1.441,1	1.707,0	10.891,5	10.082,6	10.068,2	697,9	1.507,9	7.862,0
lug.	21.852,6	5.264,7	3.812,6	1.419,9	1.718,6	11.056,8	10.237,2	10.109,0	734,9	1.526,3	7.847,4
<b>Tasso di crescita <sup>1)</sup></b>											
2023 dic.	5,9	12,2	3,1	1,5	2,3	4,6	5,0	-1,5	-3,1	0,7	-1,7
2024 gen.	6,0	11,2	5,0	3,4	2,1	4,7	5,1	-1,5	-3,0	0,7	-1,8
feb.	5,8	10,7	4,8	2,6	2,0	4,5	4,8	-1,5	-3,0	0,7	-1,7
mar.	5,9	11,4	4,9	2,7	2,3	4,3	4,6	-1,3	-3,0	1,0	-1,6
apr.	5,7	10,3	4,4	0,9	2,9	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,6	-1,6
mag.	5,4	8,8	3,7	-2,4	2,7	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,6	-1,3
giu.	4,7	7,4	3,4	-3,1	3,0	4,2	4,1	-0,6	-3,3	-1,0	-0,3
lug.	4,1	5,4	3,4	-4,4	2,0	4,1	4,1	-0,5	-3,5	-0,8	-0,2

Fonte: BCE.

1) Per i dettagli circa il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(medie nel periodo; indice: 1° trim. 1999=100)

	TCE-19						TCE-42		
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2021	99,6	93,7	93,7	88,9	67,1	87,4	120,5	94,3	
2022	95,3	90,8	93,7	84,1	62,2	82,5	116,1	90,9	
2023	98,1	94,0	98,1	88,5	64,5	86,3	121,8	94,7	
2023 3° trim.	98,9	94,9	99,0	89,4	64,9	87,2	123,5	95,9	
4° trim.	98,3	94,2	98,3	89,2	65,0	86,9	123,0	95,1	
2024 1° trim.	98,4	94,4	98,4	89,5	65,0	87,4	123,7	95,2	
2° trim.	98,7	94,6	98,4	.	.	.	124,1	95,2	
2024 mar.	98,8	94,8	98,7	-	-	-	124,2	95,5	
apr.	98,6	94,5	98,5	-	-	-	124,0	95,2	
mag.	98,9	94,8	98,6	-	-	-	124,4	95,3	
giu.	98,5	94,5	98,3	-	-	-	124,0	95,0	
lug.	99,0	95,1	98,8	-	-	-	124,8	95,5	
ago.	99,0	94,9	98,7	-	-	-	125,2	95,7	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2024 ago.	0,0	-0,1	-0,1	-	-	-	0,4	0,2	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2024 ago.	0,0	-0,1	-0,4	-	-	-	1,2	-0,4	

Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. la sezione "Methodology" del Portale dati della BCE.

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo; unità di valuta nazionale per euro)

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 3° trim.	7,886	.	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
4° trim.	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2024 1° trim.	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
2° trim.	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
2024 mar.	7,830	.	25,292	7,457	395,087	162,773	4,307	0,855	4,9708	11,305	0,966	1,087
apr.	7,766	.	25,278	7,460	392,411	165,030	4,303	0,857	4,9730	11,591	0,976	1,073
mag.	7,821	.	24,818	7,461	387,183	168,536	4,280	0,856	4,9754	11,619	0,983	1,081
giu.	7,805	.	24,779	7,459	394,763	169,813	4,321	0,846	4,9767	11,285	0,962	1,076
lug.	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
ago.	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2024 ago.	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,5	-5,9	0,2	1,0	0,1	-0,7	-2,3	1,6
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2024 ago.	-0,5	.	4,4	0,1	2,5	2,0	-3,8	-0,9	0,7	-3,0	-1,4	0,9

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, conto finanziario

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze in essere a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
2023 2° trim.	32.071,3	31.998,5	72,8	12.218,1	10.028,3	11.962,3	14.119,1	-9,0	6.794,7	7.851,1	1.105,2	16.375,9
3° trim.	32.250,2	31.983,3	266,9	12.318,8	10.109,6	12.006,9	14.111,2	-31,2	6.842,1	7.762,5	1.113,6	16.374,8
4° trim.	32.190,1	31.841,7	348,4	11.939,7	9.696,9	12.447,1	14.682,9	-15,3	6.670,8	7.461,9	1.147,7	16.048,3
2024 1° trim.	33.581,1	32.989,2	591,9	12.255,9	9.806,9	13.142,9	15.446,3	-15,8	6.983,1	7.736,1	1.215,1	16.537,5
<b>Consistenze (in percentuale del PIL)</b>												
2024 1° trim.	229,4	225,4	4,0	83,7	67,0	89,8	105,5	-0,1	47,7	52,9	8,3	113,0
<b>Transazioni</b>												
2023 3° trim.	129,6	35,4	94,2	4,4	14,8	98,5	111,0	-1,1	29,9	-90,4	-2,2	-
4° trim.	-304,0	-424,3	120,3	-308,1	-300,2	44,0	84,3	23,0	-69,3	-208,4	6,4	-
2024 1° trim.	563,9	451,9	112,0	118,3	50,0	174,4	190,0	11,4	258,6	211,9	1,2	-
2° trim.	195,0	64,7	130,3	49,2	-32,6	160,6	226,5	2,3	-20,9	-129,2	3,8	-
2024 gen.	214,8	174,8	39,9	25,6	16,0	71,3	91,2	12,0	105,0	67,7	0,8	-
feb.	208,8	193,9	14,9	52,4	3,0	59,1	72,6	11,4	85,1	118,3	0,9	-
mar.	140,3	83,1	57,2	40,3	31,1	44,0	26,2	-11,9	68,4	25,8	-0,5	-
apr.	68,7	55,4	13,3	25,6	-7,0	23,1	45,2	6,6	12,7	17,2	0,8	-
mag.	138,9	108,5	30,4	22,0	4,0	63,5	63,7	-2,8	54,5	40,8	1,6	-
giu.	-12,6	-99,2	86,6	1,6	-29,6	74,0	117,6	-1,5	-88,0	-187,2	1,3	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi</b>												
2024 giu.	584,5	127,7	456,8	-136,1	-268,0	477,6	611,8	35,7	198,2	-216,1	9,1	-
<b>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</b>												
2024 giu.	4,0	0,9	3,1	-0,9	-1,8	3,2	4,1	0,2	1,3	-1,5	0,1	-

Fonte: BCE.

1) La posizione netta in strumenti finanziari derivati è inclusa nelle attività totali.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni nel periodo)

	M3											Totale	
	M2						M3-M2				Totale		
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2021	1.469,3	9.822,6	11.291,8	918,8	2.504,9	3.423,7	14.715,5	118,7	644,1	25,3	788,1	15.503,7	
2022	1.539,5	9.763,0	11.302,6	1.382,1	2.563,9	3.946,1	15.248,7	124,2	646,1	49,5	819,7	16.068,4	
2023	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0	
2023 3° trim.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,1	131,0	714,4	75,7	921,1	15.994,2	
4° trim.	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0	
2024 1° trim.	1.522,8	8.735,8	10.258,6	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.137,1	192,7	787,1	72,5	1.052,3	16.189,5	
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.533,6	8.809,0	10.342,6	2.530,1	2.428,7	4.958,8	15.301,3	206,7	814,7	58,7	1.080,1	16.381,4	
2024 feb.	1.533,0	8.711,8	10.244,8	2.423,9	2.433,7	4.857,6	15.102,4	178,6	769,2	69,2	1.016,9	16.119,3	
mar.	1.522,8	8.735,8	10.258,6	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.137,1	192,7	787,1	72,5	1.052,3	16.189,5	
apr.	1.531,8	8.722,6	10.254,4	2.460,1	2.431,5	4.891,6	15.146,0	205,1	797,2	73,3	1.075,6	16.221,6	
mag.	1.529,0	8.725,9	10.254,9	2.505,8	2.430,8	4.936,6	15.191,5	205,2	791,0	67,4	1.063,6	16.255,1	
giu.	1.533,6	8.809,0	10.342,6	2.530,1	2.428,7	4.958,8	15.301,3	206,7	814,7	58,7	1.080,1	16.381,4	
lug. <sup>(p)</sup>	1.536,7	8.748,4	10.285,1	2.526,6	2.423,9	4.950,5	15.235,6	226,9	823,4	54,2	1.104,4	16.340,1	
Transazioni													
2021	106,6	908,1	1.014,7	-121,0	65,7	-55,3	959,4	12,3	20,3	13,2	45,7	1.005,1	
2022	70,3	-47,4	23,0	429,5	54,9	484,4	507,4	3,9	2,4	76,6	82,8	590,2	
2023	-5,0	-954,4	-959,3	925,5	-100,1	825,4	-133,9	40,9	93,8	23,3	157,9	24,0	
2023 3° trim.	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,7	
4° trim.	0,3	-129,5	-129,2	228,9	-6,8	222,1	92,9	35,0	26,0	-6,2	54,8	147,7	
2024 1° trim.	-12,6	-104,1	-116,6	135,8	-27,0	108,9	-7,8	8,3	47,4	7,6	63,3	55,5	
2° trim. <sup>(p)</sup>	10,7	72,4	83,2	58,3	-2,3	56,0	139,1	13,6	24,6	-13,5	24,7	163,8	
2024 feb.	0,2	-17,8	-17,6	65,7	-13,3	52,4	34,8	-4,6	15,1	-15,1	-4,6	30,2	
mar.	-10,2	24,0	13,8	23,5	-2,7	20,8	34,6	14,2	17,9	1,6	33,7	68,3	
apr.	9,0	-14,8	-5,8	10,8	0,5	11,3	5,5	12,2	9,9	1,8	23,9	29,4	
mag.	-2,8	6,4	3,6	35,8	-0,6	35,2	38,8	0,3	-7,7	-4,9	-12,2	26,6	
giu.	4,5	80,8	85,4	11,7	-2,2	9,5	94,9	1,1	22,3	-10,4	13,0	107,9	
lug. <sup>(p)</sup>	3,1	-58,6	-55,5	-2,8	-4,8	-7,6	-63,2	20,4	7,3	-5,4	22,2	-40,9	
Variazioni percentuali													
2021	7,8	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,2	158,5	6,2	6,9	
2022	4,8	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	458,1	11,1	3,8	
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2	
2023 3° trim.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,0	19,9	-1,2	
4° trim.	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2	
2024 1° trim.	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-17,0	19,3	0,9	
2° trim. <sup>(p)</sup>	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,7	-28,5	18,7	2,3	
2024 feb.	-0,4	-8,9	-7,7	57,9	-4,7	18,8	-0,6	29,6	17,8	-0,1	18,2	0,4	
mar.	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-17,0	19,3	0,9	
apr.	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-9,7	22,7	1,3	
mag.	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,8	14,7	0,6	64,6	14,4	-20,4	17,6	1,5	
giu.	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,7	-28,5	18,7	2,3	
lug. <sup>(p)</sup>	0,2	-3,6	-3,1	30,5	-3,3	11,4	1,2	66,9	18,0	-30,7	21,0	2,3	

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.088,0	5.380,9	374,1	2.332,3	0,7	1.272,7	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	135,0	6,4	8.373,4	5.536,6	444,9	2.391,1	0,9	1.302,3	236,3	560,8
2023	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2023 3° trim.	3.322,7	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.350,5	5.205,0	847,5	2.297,1	0,8	1.217,0	212,6	565,7
4° trim.	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2024 1° trim.	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,1	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	3.394,9	2.421,6	836,8	127,5	9,1	8.530,0	5.063,6	1.198,4	2.266,7	1,3	1.286,0	226,0	537,5
2024 feb.	3.316,4	2.366,9	810,0	127,9	11,5	8.452,6	5.065,7	1.114,0	2.271,9	1,0	1.214,0	223,4	541,6
mar.	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,1	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
apr.	3.346,3	2.384,2	824,6	126,8	10,7	8.487,9	5.058,9	1.160,6	2.267,4	1,0	1.248,8	209,9	526,4
mag.	3.371,8	2.389,1	847,0	127,0	8,7	8.496,2	5.047,0	1.180,4	2.267,7	1,0	1.262,1	214,8	522,8
giu.	3.394,9	2.421,6	836,8	127,5	9,1	8.530,0	5.063,6	1.198,4	2.266,7	1,3	1.286,0	226,0	537,5
lug. <sup>(p)</sup>	3.368,0	2.402,1	828,4	127,0	10,5	8.544,2	5.058,3	1.221,9	2.263,2	0,9	1.266,0	210,7	537,0
<b>Transazioni</b>													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,0	411,1	-65,0	76,1	-0,2	159,2	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,1	167,5	75,2	53,3	0,1	1,2	7,7	14,0
2023	-29,1	-302,9	269,3	-1,4	5,9	22,5	-458,3	575,4	-95,1	0,6	-55,5	0,0	-25,9
2023 3° trim.	-13,7	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,2	-110,6	149,3	-52,9	0,0	30,2	-17,3	0,6
4° trim.	21,2	-8,7	32,4	-0,1	-2,5	76,6	-93,0	175,0	-6,0	0,6	30,9	23,0	-24,1
2024 1° trim.	-4,0	-46,0	45,7	-3,5	-0,2	32,1	-55,7	112,2	-24,0	-0,4	-8,2	-8,0	1,3
2° trim. <sup>(p)</sup>	59,9	41,6	20,1	0,0	-1,8	69,3	7,2	62,1	-0,2	0,2	21,2	-1,5	-6,8
2024 feb.	-9,1	-16,9	7,3	0,1	0,4	10,8	-17,7	40,6	-11,9	-0,1	8,2	1,3	18,7
mar.	16,0	12,9	4,1	-0,3	-0,7	7,7	-9,4	21,9	-4,9	0,1	29,9	3,9	1,5
apr.	13,2	3,7	10,3	-0,7	-0,2	27,5	2,6	24,6	0,4	-0,1	3,2	-17,6	-17,7
mag.	28,1	6,4	23,3	0,2	-1,9	8,9	-11,5	20,0	0,3	0,0	3,6	5,1	-3,7
giu.	18,6	31,4	-13,6	0,5	0,3	32,8	16,1	17,5	-1,0	0,2	14,4	11,0	14,6
lug. <sup>(p)</sup>	-25,5	-18,5	-7,9	-0,6	1,6	14,6	-5,2	23,6	-3,5	-0,3	-19,1	-15,2	-0,7
<b>Variazioni percentuali</b>													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 3° trim.	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
4° trim.	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 1° trim.	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
2° trim. <sup>(p)</sup>	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
2024 feb.	-1,2	-10,5	42,3	-3,1	45,7	0,6	-7,9	114,3	-4,7	28,9	-1,7	-1,3	-6,0
mar.	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
apr.	0,6	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,8	-4,3	9,0	2,0	-8,6	-6,8
mag.	1,9	-5,4	31,8	-3,1	-11,9	1,6	-5,7	81,1	-3,9	11,2	2,7	-5,7	-6,9
giu.	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
lug. <sup>(p)</sup>	1,8	-2,6	17,9	-3,0	8,5	2,2	-4,0	62,3	-3,2	10,2	4,9	-3,1	-5,2

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

3) Includo le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

4) Si riferisce al settore delle amministrazioni pubbliche, escluse le amministrazioni centrali.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	7	8						9	10	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2021	6.531,5	994,3	5.535,4	14.805,5	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.576,9	888,1
2022	6.362,0	1.004,7	5.332,2	15.390,5	12.990,1	13.177,9	5.129,8	6.632,2	1.080,6	147,6	1.564,4	836,0
2023	6.316,9	994,7	5.296,9	15.493,9	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,2	897,7
2023 3° trim.	6.212,5	989,2	5.198,3	15.435,5	12.984,0	13.192,8	5.114,7	6.635,7	1.096,5	137,2	1.576,9	874,6
4° trim.	6.316,9	994,7	5.296,9	15.493,9	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,2	897,7
2024 1° trim.	6.218,1	976,8	5.215,7	15.547,5	13.044,7	13.275,8	5.115,6	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,4	931,4
2° trim.	6.194,3	978,8	5.189,7	15.573,3	13.102,5	13.341,6	5.128,6	6.644,0	1.199,7	130,1	1.554,1	916,7
2024 feb.	6.211,5	982,6	5.203,3	15.527,8	13.028,1	13.262,5	5.113,2	6.638,2	1.140,6	136,1	1.582,2	917,5
mar.	6.218,1	976,8	5.215,7	15.547,5	13.044,7	13.275,8	5.115,6	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,4	931,4
apr.	6.210,8	972,8	5.212,4	15.534,2	13.058,4	13.292,5	5.111,5	6.642,2	1.167,6	137,0	1.556,0	919,8
mag.	6.177,7	972,8	5.179,2	15.530,7	13.066,5	13.299,9	5.115,9	6.641,0	1.179,7	129,9	1.542,2	922,1
giu.	6.194,3	978,8	5.189,7	15.573,3	13.102,5	13.341,6	5.128,6	6.644,0	1.199,7	130,1	1.554,1	916,7
lug.	6.216,5	972,0	5.218,8	15.590,0	13.132,6	13.365,0	5.123,7	6.643,1	1.234,1	131,8	1.532,4	924,9
<b>Transazioni</b>												
2021	663,1	-0,9	673,6	562,7	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	77,7	9,2
2022	175,9	9,6	165,0	636,0	624,1	680,7	269,4	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,3
2023	-159,5	-16,8	-142,9	55,5	25,1	72,6	-5,4	7,8	30,7	-8,1	-15,3	45,7
2023 3° trim.	-18,1	1,6	-19,4	10,1	2,2	-9,3	-8,6	2,1	14,0	-5,3	2,1	5,8
4° trim.	6,8	7,8	-1,3	39,1	46,6	69,4	10,0	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 1° trim.	-75,6	-16,4	-59,4	60,7	24,8	37,4	-5,5	-0,8	30,4	0,8	12,2	23,7
2° trim.	-3,0	2,4	-5,7	19,2	41,5	52,7	15,2	2,5	33,6	-9,8	-16,3	-6,1
2024 feb.	-22,2	-2,0	-20,2	36,3	32,9	33,2	5,7	4,7	20,4	2,0	-1,3	4,7
mar.	-9,3	-5,6	-3,7	17,2	20,0	15,9	3,0	7,6	5,8	3,6	-13,4	10,6
apr.	14,6	-3,3	17,9	-7,4	13,4	16,8	-4,3	-1,2	21,6	-2,8	-14,7	-6,1
mag.	-29,0	-0,1	-28,9	-9,0	2,3	2,3	6,9	-1,0	3,5	-7,1	-13,3	2,0
giu.	11,3	5,9	5,3	35,5	25,8	33,5	12,7	4,6	8,4	0,1	11,6	-2,0
lug.	-13,5	-6,9	-6,5	14,8	34,7	28,0	-2,1	0,1	34,9	1,7	-24,7	4,8
<b>Variazioni percentuali</b>												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,1	1,0
2022	2,7	1,0	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 3° trim.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,2	0,3	-0,4	0,3	-0,2	-13,9	1,6	5,0
4° trim.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 1° trim.	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
2° trim.	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
2024 feb.	-2,8	-1,3	-3,1	0,7	0,2	0,7	-0,3	-0,2	5,8	-7,7	1,6	6,2
mar.	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
apr.	-1,9	-0,7	-2,1	0,7	0,5	0,9	-0,2	-0,2	8,7	-4,5	-0,6	5,7
mag.	-1,4	-1,4	-1,5	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,5	5,2
giu.	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
lug.	-1,1	-0,9	-1,2	0,8	1,1	1,3	0,2	0,4	9,6	-2,5	-3,1	4,3

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

3) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci dell'IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

4) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.4 Prestiti delle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	Totale	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				Totale	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2021	4.864,8	4.995,5	885,0	1.005,2	2.974,6	6.372,6	6.637,5	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.129,8	5.130,8	962,6	1.077,6	3.089,6	6.632,2	6.832,8	717,3	5.214,6	700,2
2023	5.126,7	5.143,4	910,2	1.091,1	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2023 3° trim.	5.114,7	5.123,3	911,5	1.085,4	3.117,8	6.635,7	6.867,1	731,6	5.212,7	691,3
4° trim.	5.126,7	5.143,4	910,2	1.091,1	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2024 1° trim.	5.115,6	5.132,7	888,0	1.088,5	3.139,1	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
2° trim.	5.128,6	5.146,7	901,5	1.087,5	3.139,7	6.644,0	6.879,8	740,4	5.226,1	677,5
2024 feb.	5.113,2	5.130,4	890,9	1.090,6	3.131,7	6.638,2	6.871,8	736,8	5.220,3	681,1
mar.	5.115,6	5.132,7	888,0	1.088,5	3.139,1	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
apr.	5.111,5	5.127,4	877,3	1.087,4	3.146,8	6.642,2	6.876,2	741,4	5.223,9	676,9
mag.	5.115,9	5.128,9	886,8	1.086,4	3.142,7	6.641,0	6.877,9	742,0	5.222,2	676,7
giu.	5.128,6	5.146,7	901,5	1.087,5	3.139,7	6.644,0	6.879,8	740,4	5.226,1	677,5
lug.	5.123,7	5.140,0	899,9	1.085,9	3.137,9	6.643,1	6.882,8	741,3	5.228,6	673,2
<b>Transazioni</b>										
2021	176,9	208,3	0,2	2,3	174,4	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,4	309,2	77,9	77,5	114,1	241,9	250,3	23,3	217,7	0,9
2023	-5,4	24,9	-43,6	10,3	27,8	7,8	25,7	18,9	10,0	-21,1
2023 3° trim.	-8,6	-10,3	-10,8	-3,3	5,6	2,1	0,6	6,7	3,1	-7,6
4° trim.	10,0	30,3	4,1	5,2	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 1° trim.	-5,5	-3,3	-20,1	-1,4	16,0	-0,8	9,8	9,4	-5,3	-5,0
2° trim.	15,2	17,7	17,4	-1,8	-0,4	2,5	10,3	0,2	4,0	-1,7
2024 feb.	5,7	6,2	2,1	-2,3	5,9	4,7	4,0	2,6	4,5	-2,3
mar.	3,0	3,4	-3,3	-0,9	7,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,8
apr.	-4,3	-5,1	-7,0	-2,7	5,3	-1,2	3,3	-0,2	1,4	-2,3
mag.	6,9	3,7	10,4	-0,4	-3,2	-1,0	3,0	1,1	-1,5	-0,6
giu.	12,7	19,1	14,0	1,2	-2,5	4,6	4,0	-0,6	4,0	1,2
lug.	-2,1	-3,7	-0,6	-1,3	-0,3	0,1	3,9	1,8	2,2	-3,9
<b>Variazioni percentuali</b>										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,5	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 3° trim.	-0,4	0,2	-8,8	2,2	1,4	0,3	0,8	2,8	0,3	-2,5
4° trim.	-0,1	0,5	-4,5	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 1° trim.	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2° trim.	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
2024 feb.	-0,3	0,3	-4,5	0,1	0,8	-0,2	0,3	2,8	-0,2	-3,1
mar.	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
apr.	-0,2	0,2	-3,7	-0,7	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-3,1
mag.	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,9
giu.	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
lug.	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle IFM tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IFM, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

3) Includo le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

4) Correzione effettuata per cessioni e cartolarizzazioni (che implicano la cancellazione dal bilancio statistico delle IFM) nonché per le posizioni derivanti da servizi di notional cash pooling forniti dalle IFM.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; consistenze in essere e variazioni percentuali a fine periodo; transazioni nel periodo)

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2021	736,1	6.884,3	1.838,9	37,1	1.999,0	3.009,3	1.376,4	410,6	128,5	136,8
2022	648,6	6.744,4	1.783,1	45,9	2.110,6	2.804,8	1.333,6	375,4	137,2	147,2
2023	461,3	7.319,8	1.826,4	90,5	2.416,6	2.986,2	1.859,3	246,0	155,0	152,6
2023 3° trim.	455,9	7.123,0	1.824,6	72,9	2.355,9	2.869,6	1.633,6	291,6	153,8	163,3
4° trim.	461,3	7.319,8	1.826,4	90,5	2.416,6	2.986,2	1.859,3	246,0	155,0	152,6
2024 1° trim.	399,4	7.454,3	1.828,5	105,2	2.496,5	3.024,1	2.044,8	232,8	178,0	174,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	413,7	7.534,2	1.830,7	109,8	2.528,9	3.064,9	2.230,8	330,9	182,6	176,5
2024 feb.	438,6	7.354,4	1.828,1	101,7	2.457,3	2.967,4	1.941,7	231,5	165,4	173,4
mar.	399,4	7.454,3	1.828,5	105,2	2.496,5	3.024,1	2.044,8	232,8	178,0	174,2
apr.	438,2	7.490,3	1.826,4	107,9	2.524,7	3.031,3	2.174,1	231,0	163,6	177,4
mag.	445,1	7.490,7	1.824,7	109,0	2.520,9	3.036,1	2.234,2	248,2	159,1	165,0
giu.	413,7	7.534,2	1.830,7	109,8	2.528,9	3.064,9	2.230,8	330,9	182,6	176,5
lug. <sup>(p)</sup>	394,0	7.577,4	1.821,8	111,0	2.526,1	3.118,5	2.341,2	163,7	166,9	154,9
<b>Transazioni</b>										
2021	25,4	-38,7	-74,9	-5,0	-39,7	81,0	-112,2	-121,7	-8,3	-4,3
2022	-83,4	46,8	-89,0	-4,4	0,5	139,8	-68,3	-190,1	10,4	18,0
2023	-193,6	323,1	24,7	40,1	231,1	27,1	459,0	-201,6	19,7	9,0
2023 3° trim.	-29,1	91,4	16,9	11,4	44,5	18,7	130,5	-64,9	-13,3	-6,0
4° trim.	5,4	62,5	-11,3	17,6	65,7	-9,4	176,2	-6,5	1,2	-10,7
2024 1° trim.	-61,5	117,0	4,9	14,7	93,7	3,7	132,7	-6,9	25,6	21,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	14,9	54,8	2,1	4,6	27,2	21,0	142,8	74,5	4,6	2,3
2024 feb.	-18,6	12,0	1,8	4,7	13,8	-8,2	-12,2	21,8	2,3	13,7
mar.	-39,2	34,3	0,4	3,5	42,0	-11,7	39,1	16,4	12,5	0,8
apr.	39,5	16,6	-2,1	2,6	22,4	-6,3	102,3	-24,0	-14,4	3,2
mag.	6,8	11,4	-1,1	1,2	3,2	8,1	62,0	20,8	-4,5	-12,4
giu.	-31,5	26,7	5,2	0,8	1,6	19,2	-21,5	77,8	23,5	11,4
lug. <sup>(p)</sup>	-19,7	-0,2	-8,2	1,2	4,7	2,1	77,5	-139,5	-15,7	-21,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
2021	3,6	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,7	-4,8	-13,0	-0,1	4,9	-	-	7,8	12,7
2023	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2023 3° trim.	-30,2	4,7	1,4	48,8	10,5	1,9	-	-	5,6	14,2
4° trim.	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2024 1° trim.	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
2024 feb.	-21,4	5,0	1,7	88,6	10,7	1,2	-	-	10,0	11,0
mar.	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
apr.	-23,2	5,0	0,4	89,7	12,6	0,4	-	-	9,6	11,8
mag.	-10,4	4,7	0,6	85,0	11,2	0,5	-	-	-6,1	-8,6
giu.	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
lug. <sup>(p)</sup>	-14,9	4,2	0,2	72,1	9,3	1,1	-	-	11,3	1,0

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro.

2) Comprende i depositi presso il settore delle IFM e i titoli emessi dal settore delle IFM detenuti dalle amministrazioni centrali.

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria:
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	Disavanzo (-)/avanzo (+) primario
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-2,0
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 2° trim.	-4,0	.	.	.	.	-2,3
3° trim.	-3,9	.	.	.	.	-2,1
4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 1° trim.	-3,5	.	.	.	.	-1,7

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

### 6.2 Entrate e spese

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti				Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti					Spese in conto capitale
		Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46,5	46,0	12,8	12,7	15,5	0,5	53,5	48,8	10,7	6,0	1,5	25,3	4,7
2021	47,1	46,3	13,1	13,1	15,1	0,8	52,3	47,1	10,2	6,0	1,5	24,0	5,2
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,2	9,9	5,9	1,7	22,7	5,3
2023	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2023 2° trim.	46,3	45,6	13,3	12,7	14,7	0,8	50,3	44,9	9,8	5,9	1,7	22,6	5,4
3° trim.	46,3	45,5	13,3	12,6	14,7	0,8	50,1	44,7	9,8	5,9	1,8	22,5	5,4
4° trim.	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2024 1° trim.	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	49,9	44,6	9,9	6,0	1,8	22,7	5,3

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze in essere a fine periodo)

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
	1	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	97,0	3,2	14,5	79,4	54,2	39,0	42,8	11,1	85,9	18,7	30,9	47,4	95,4	1,7
2021	94,6	2,9	13,8	77,8	54,8	41,2	39,8	9,8	84,7	17,3	30,2	47,1	93,1	1,4
2022	90,5	2,7	13,2	74,6	52,9	40,1	37,6	8,7	81,7	16,2	28,7	45,6	89,5	1,0
2023	88,2	2,4	12,2	73,6	49,7	36,5	38,5	8,0	80,3	15,4	28,3	44,6	87,4	0,8
2023 2° trim.	89,7	2,5	12,4	74,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	89,2	2,5	12,1	74,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	88,2	2,4	12,2	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 1° trim.	88,7	2,3	12,0	74,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL; flussi in un periodo di un anno)

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2020	13,0	5,5	2,2	2,5	2,1	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,1	5,3	9,5
2021	-2,5	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-4,1	2,0	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,1	0,6	-0,7	-5,7	2,7
2023	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,4	-3,7	2,7
2023 2° trim.	-3,4	2,3	-0,9	-1,1	-1,5	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,5	-4,7	2,3
3° trim.	-2,5	2,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,2	2,8
4° trim.	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,7
2024 1° trim.	-1,4	1,7	-0,4	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-2,7	2,7

Fonti: BCE per i dati annuali, Eurostat per quelli trimestrali.

1) I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati salvo che nei dati trimestrali sul raccordo disavanzo/debito.

2) Calcolata come differenza fra il rapporto debito/PIL alla fine del periodo di riferimento e quello dell'anno precedente.

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

(servizio del debito in percentuale del PIL; flussi nel periodo di servizio del debito; rendimento nominale medio: percentuali in ragione d'anno)

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 3° trim.	13,0	11,7	3,5	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
4° trim.	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 1° trim.	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
2° trim.	13,2	11,8	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
2024 feb.	12,5	11,2	4,3	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,1	2,0	1,6	3,7	2,3
mar.	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
apr.	12,9	11,5	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
mag.	12,8	11,4	3,3	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
giu.	13,2	11,8	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
lug.	13,0	11,6	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,8

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.6 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; flussi durante un periodo di 1 anno e consistenze in essere a fine periodo)

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Croazia 8	Italia 9	Cipro 10
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
2020	-9,0	-4,3	-5,4	-5,0	-9,8	-10,1	-8,9	-7,2	-9,4	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,6	-2,5	-8,7	-1,8
2022	-3,6	-2,5	-1,0	1,7	-2,5	-4,7	-4,8	0,1	-8,6	2,7
2023	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
2023 2° trim.	-3,8	-3,3	-1,8	1,8	-2,7	-4,6	-5,1	-0,5	-8,3	3,0
3° trim.	-3,9	-3,1	-2,3	1,4	-1,4	-4,5	-5,4	-0,3	-7,7	3,1
4° trim.	-4,4	-2,4	-3,5	1,5	-1,6	-3,6	-5,5	-0,8	-7,4	3,1
2024 1° trim.	-4,8	-2,5	-3,5	1,5	-0,5	-3,8	-5,6	-0,8	-6,7	3,8
<b>Debito pubblico</b>										
2020	111,9	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,9	86,1	155,0	114,9
2021	107,9	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	113,0	77,5	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,7	111,6	111,9	67,8	140,5	85,6
2023	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3
2023 2° trim.	105,6	64,6	18,5	42,4	167,2	111,2	111,2	65,9	140,1	84,9
3° trim.	107,6	64,6	18,2	43,0	165,6	109,8	111,3	64,0	137,9	79,0
4° trim.	105,2	63,6	19,6	43,3	161,9	107,7	109,9	63,1	137,3	77,3
2024 1° trim.	108,2	63,4	23,6	42,5	159,8	108,9	110,8	63,3	137,7	76,1
	Lettonia 11	Lituania 12	Lussemburgo 13	Malta 14	Paesi Bassi 15	Austria 16	Portogallo 17	Slovenia 18	Slovacchia 19	Finlandia 20
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,3	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,5	-7,6	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,6	-0,3	-5,5	-0,1	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,4
2023	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
2023 2° trim.	-3,0	-1,1	-1,1	-4,3	-0,7	-3,3	0,0	-2,8	-2,8	-1,4
3° trim.	-3,3	-0,9	-1,2	-3,7	-0,6	-3,1	0,4	-2,8	-3,4	-2,1
4° trim.	-2,2	-0,8	-1,2	-4,9	-0,4	-2,6	1,2	-2,5	-4,9	-2,9
2024 1° trim.	-1,9	-0,6	-0,9	-3,9	-0,3	-2,9	0,9	-2,2	-5,0	-3,4
<b>Debito pubblico</b>										
2020	42,7	46,2	24,6	52,2	54,7	82,9	134,9	79,6	58,8	74,7
2021	44,4	43,4	24,5	53,9	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,6
2022	41,8	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,5	57,7	73,5
2023	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8
2023 2° trim.	40,1	38,1	28,3	49,8	45,4	78,4	110,1	70,7	59,5	74,5
3° trim.	42,0	37,4	25,8	49,5	44,4	78,1	107,6	71,8	58,4	74,3
4° trim.	43,6	38,3	25,7	50,3	45,1	77,6	99,1	69,2	56,0	76,6
2024 1° trim.	44,5	40,1	27,2	50,4	43,9	79,7	100,4	70,7	60,7	77,5

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2024

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.  
Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate all'11 settembre 2024.

Per la terminologia tecnica, è disponibile sul sito della BCE un [glossario in lingua inglese](#).

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-24-006-IT-N (online)